

迷途难返

货币政策与金融监管新走向

钟伟　谢婷◎著



Chen Yuan
Wu Xiaoling
Qian Yingyi
Yi Gang Xie Ping
Zhu Min Qin Xiao
Jiang Chaoliang
Li Ruogu Lin Yifu
Huang Qifan Hu Huaibang
Yu Yongding Lian Ping
Wu Gaolian Guan Tao
Ma Weihua Fan Wenzhong
Li Jiange Fang Xinghai Jia Kang
Jiao Jinpu Li Fuan Liu Chunhang Qi Bin
Long Guoqiang Ba Shusong Bai Chongen
Yuan li Wei jianing Yan Qingmin
Xie Duo Zhang Tao Zhou Daoxu Lu Lei
Huang Ming Zhang Jianhua Ding Zhijie
Li Daokui Wu Hemao Cai Hongbin Chen Chao
Wang Jiang Huang Yiping Yin Jianfeng Liu Yong
Qu Qiang Zhong Wei Gao Shanwen Ha Jiming Xu Gang
Yao Yang Huang Haizhou Li Xunlei Ma Jun Sun Mingchun

Chen Yuan
Wu Xiaoling
Qian Yingyi
Yi Gang Xie Ping
Zhu Min Qin Xiao
Jiang Chaoliang
Li Ruogu Lin Yifu
Huang Qifan Hu Huaibang
Yu Yongding Lian Ping
Wu Gaolian Guan Tao
Ma Weihua Fan Wenzhong
Li Jiange Fang Xinghai Jia Kang
Jiao Jinpu Li Fuan Liu Chunhang Qi Bin
Long Guoqiang Ba Shusong Bai Chongen
Yuan li Wei jianing Yan Qingmin
Xie Duo Zhang Tao Zhou Daoxu Lu Lei
Huang Ming Zhang Jianhua Ding Zhijie
Li Daokui Wu Hemao Cai Hongbin Chen Chao
Wang Jiang Huang Yiping Yin Jianfeng Liu Yong
Qu Qiang Zhong Wei Gao Shanwen Ha Jiming Xu Gang
Yao Yang Huang Haizhou Li Xunlei Ma Jun Sun Mingchun

建议上架：金融类



定价：65.00元



迷途难返

货币政策与金融监管新走向

钟伟 谢婷◎著

中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北京

图书在版编目（CIP）数据
迷途难返——货币政策与金融监管新走向/钟伟，谢婷著
北京：中国经济出版社，2011.8
（中国金融四十人论坛书系）
ISBN 978-7-5136-0814-5
Ⅰ.①迷… Ⅱ.①钟… ②谢… Ⅲ.①金融监管 Ⅳ.①F830.2
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 130866 号

责任编辑 乔卫兵 于 宇
责任印制 石星岳
封面设计 华子图文设计有限公司

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 三河市佳星印装有限公司
经 销 者 各地新华书店
开　　本 787mm×1092mm 1/16
印　　张 23.5
字　　数 360千字
版　　次 2011年8月第1版
印　　次 2011年8月第1次
书　　号 ISBN 978-7-5136-0814-5/F·8899
定　　价 65.00元

中国经济出版社 **网址** www.economyph.com **社址** 北京市西城区百万庄北街3号 **邮编** 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68319116）

中国金融40人论坛书系编委会

自　序

每一次危机的发作都是相似的，但在成因上却又各不相同。在美国次贷危机之后，人们陷入了深深的反思：金融危机是人性中不可克服的缺陷所导致的吗？通胀本质上是否仍然是一种货币现象？面对危机货币政策已无能为力了吗？全球范围内强化监管是主流趋势吗？资产泡沫的生成机制究竟是什么？次贷危机对中国经济金融的长期增长构成了怎样的影响？

本着这样的困惑和思考，我们整理了次贷危机以来，全球金融监管和货币政策方面的一些新进展，大致设想如下。

第一部分覆盖金融监管，尤其是巴塞尔协议、沃尔克规则和影子银行系统。第二部分覆盖货币政策，尤其是政府救助、非常规货币政策和宏观审慎。第三部分覆盖宏观金融，尤其是全球金融新秩序和主权债务重组问题。

在全球金融监管改革的一些章节中，我们侧重讨论了巴塞尔协议。在我们看来，巴塞尔银行监督管理委员会对协议的修改，不仅改变了巴塞尔协议Ⅱ的三大支柱、三大风险框架中，对复杂的内部模型法的偏好，甚至和巴塞尔Ⅰ相比也有明显的妥协。新近的巴塞尔协议最典型的变化在于：1. 大大简化了资本结构，突出了普通股在监管资本中的重要性，限制了非股非债的混合工具的运用。这实质就是让积极股东最终承担责任；2. 显著提高了资本充足率的要求，包括资本留存缓冲和逆周期资本要求，这实质上就是制约银行的财务表现以增稳健性；3. 通过引入杠杆率和对系统重要性银行的额外资本要求，对金融系统中的重点风险暴露部位改善监管，这实质上就是防范"大则不倒"问题损害金融体系。

这些改变是非常必要的。但是我们也需要谨慎地看待上述改变。尽管人们意识到了改善银行流动性管理框架的重要性，但监管当局真的有能力辨识陷入困境的问题银行，遭遇的究竟是流动性困难，还是资本枯竭的困难？问题银行

总是会把自己打扮成遭遇的仅仅是流动性困难的样子，来迷惑和示好监管当局，以获得流动性注入。尽管人们意识到了强化银子银行系统监管的重要性，但当对商业银行体系的监管日益苛严时，是否会导致人们对影子银行系统兴趣反而日益浓厚？我们又如何才能将庞杂的影子银行系统这头可能出问题的“巨兽”装进监管的“笼子”而又不扼杀其创新活力？我们甚至对如何打造这样的“笼子”仍在争论不休。尽管人们意识到了沃尔克规则的重要性，强调必须对银行系统的自营业务和以金融机构为交易对手方的交易进行某种限制，但即便在美国金融监管改革法案中，沃尔克规则也是以大大弱化了的姿态而出现的。种种好的监管设想，未必能收获好的监管效果。在金融危机中，人们每一次都对市场产生了深深的动摇和怀疑，对政府则寄托了更多的期望甚至幻想，在历史长河中，政府从来都没有显示其相对于市场机制更高明，更无缺陷。

在货币政策改革的一些章节中，我们侧重讨论了货币政策工具。在我们看来，在过去40年全球货币政策操作不断唯美联储马首是瞻，可谓得失参半。在次贷危机最严峻的2008年10月28－29日美联储公开市场委员会在会后记录中这样表述：“委员会的一些成员认为，金融体系的混乱使下调联邦基金利率的效果尽失，即使有后续的货币政策行动，对提升经济增长也不会起多大的作用。”是什么导致了全球货币政策调控中最为重要的美联储充满无力感？1. 广义的货币政策工具，包括了各口径货币供应量等数量工具，利率汇率等价格工具，以及数量和价格工具之外的其他非传统工具等，但随着时间的推移，央行可用的政策工具日渐减少。2. 关于数量工具的放弃开始于20世纪80年代中后期，美联储认为，金融创新使得各口径货币供应量的界限日渐模糊、货币乘数和流通速度也较难预测，在当时经济滞胀的背景下，数量型调控工具逐步被弃用。其他国家的央行也陆续效仿。3. 关于价格型工具的逐步放弃可能更为复杂一些，弗里德曼的《美国货币史》显示，早在20世纪60年代，美联储就不再负担对美国中长期国债的价格支持义务，这似乎意味着美联储放弃了中长期利率的调控，布雷顿森林体系的动荡也最终导致各国央行纷纷放弃对汇率的调控，甚至对外汇市场偶尔的干预操作也小心翼翼，到次贷危机之前，美联储事实上能够掌控的价格型工具，就只剩下了对联邦基金利率和隔夜拆借利率为基础的短期利率调控这一项政策工具。4. 其他的非传统货币政策工具，包括关注膨胀预期、关注资产价格等，尽管在学术界得到广泛讨论，但在货币政策操作中几乎遁迹

了。这就让我们不难理解，货币当局几乎是在“赤手空拳”的状态下，应对金融危机的，其唯一常规工具仅剩短期利率这一项。

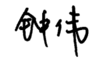
货币在金融危机后，其调控发生了怎样的变迁？我们不难观察到央行的责任更为重大了，其必须通过行使最后贷款人职责和危机救助，维持整个金融体系的流动性和稳定性；其必须对“大则不倒”的银行缜密监管，防范系统性风险的爆发；其必须接手有毒资产和坏银行，防范风险传染。我们也不难观察的央行的调控手段更为偏离传统，例如持续量化宽松、对法定准备金付息等，危机救助的财政负担大大地被非常规化和货币化了。宏观审慎和微观审慎也不断地被强调。危机会否催生央行调控工具的更新，是有待时间考验的事情。

在宏观金融改革的一些章节中，我们侧重讨论了全球金融新秩序以及主权债务重组机制。关于全球经济和金融新秩序，本身是一个从20世纪60年代讨论至今的老话题，每次危机都让我们相信，我们必须作出深刻的变革来抵御危机。关于主权债务重组机制，可能是长达200多年的老话题，只是“国家破产”的主角，戏剧性地从拉美国家换成了发达国家。如同英国《经济学人》在评论本国的债务问题时所说的那样，和发达国家看起来的富裕样子相比，他们实际上要贫困得多。

冬季促使万物重生，危机促使我们反思。全球金融改革的变迁值得我们持续关注。结合中国经济金融体系，可能会使我们思考，中国版的巴塞尔Ⅲ是让我们银行体系变得更稳健了，还是强行拉平和欧美等国银行体系的前行步伐？中国式的国际储备飙升和迅捷的货币化进程，是让我们经济增长前景和转型机遇变得更明亮了，还是金融调控风险的宏观化？中国对全球金融经济新秩序的不断呼吁，也让我们反思，在过去30年中国是既存秩序的受益者还是受害者？我们想要向旧体系中加入哪些有实质意义的改革内容？

危机总是这样，让我们在所有错误的方向和方式一一尝试之后，最终探索出一条正确的道路。

是为序。



2011年7月17日

目录



第一章

巴塞尔资本协议Ⅱ的争议及问题



次贷危机爆发后，巴塞尔资本协议（Basel Ⅱ）的种种缺陷一度引起了学术界与监管方的热议，十多年金融创新以及商业银行跨国业务的飞速发展，使得 Basel Ⅱ的核心框架亟待提升。基于此，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）在危机过后出台了对 Basel Ⅱ的一系列修正文件，并对 Basel Ⅱ的三大支柱都提出了新的要求。2010 年 9 月出台的巴塞尔协议Ⅲ宣布大力加强现有资本要求并引入全球流动性标准，推动了全球金融改革的核心进程。本章主要回顾危机前后 Basel Ⅱ中存在的争议问题，主要包括公允价值计量方法的顺周期特性及其对金融周期的影响，巴塞尔委员会在危机过后对各类风险计量模型作出的修正，以及愈来愈占据重要地位的流动性风险管理的监管标准与未来挑战。

第一节 危机前后对巴塞尔资本协议Ⅱ的争议与修正

2007年美国次贷危机爆发后，学术界和监管层均强调了银行监管和风险管理在这场危机中所暴露的缺陷，对于Basel Ⅱ的争议在危机之后表现得越来越具有倾向性。总体而言，对Basel Ⅱ的反对意见主要来自学术界，而大部分监管机构，如美联储和欧洲央行的银行监管部门、国际货币基金组织、巴塞尔委员会等对Basel Ⅱ依然持支持态度。前者对这场危机监管方面的原因进行了分析，并对Basel Ⅱ进行了重新评价，指出了修正方向；后者的主要观点是，Basel Ⅱ对风险更敏感、更集中于风险管理和市场约束（Market Discipline），因此是完全符合当前银行业发展趋势的。他们认为，导致当前对Basel Ⅱ存在异议的原因在于各国市场条件不同下协议的实施情况存在较大差异，而实施过程中对协议框架的过分修正可能会影响协议本身的作用。

一、危机前后巴塞尔协议Ⅱ的争议问题

从2004年巴塞尔银行监管委员会通过巴塞尔协议Ⅱ以来，较巴塞尔协议Ⅰ的优势被广泛肯定。Basel Ⅱ对风险的分类更为仔细，分为市场风险、信用风险和操作风险三大类，并提出了最低资本要求、监管过程和市场约束的三大支柱和八类计量风险的模型方法，Basel Ⅱ使银行、监管者与市场参与者能更好地认识风险，是银行监管的重要创新与进步①。尽管如此，在次贷危机前后对巴塞尔协议Ⅱ仍存在不少争议。

---

① Himino, R., *Basel Ⅱ – Towards A New Common Language*, Bank for International Settlements Quarterly Review, September, 2004.

（一）次贷危机前对巴塞尔协议Ⅱ的焦点争议话题

由于不同经营环境下各国金融机构的风险管理和资本配置要求均不同，国际金融界对巴塞尔协议Ⅱ具体实施的问题一直争论不断，甚至出现尖锐的冲突。总结而言，次贷危机前焦点争议话题主要集中于以下几个方面：

第一，Basel Ⅱ的风险监管框架具有顺周期性（Procyclicality）。巴塞尔协议框架在客观上会促使银行体系的放贷行为放大经济周期，资本监管反而加大了经济周期波动，不利于金融稳定。具体来说，在经济周期上行阶段，银行资产质量水平总体较高，需要配置的资本金相应较少，从而放大了银行放贷规模，进一步刺激经济增长；在经济周期下行阶段则反之①。

第二，Basel Ⅱ三大风险以外的其他风险监管难以处理。Basel Ⅱ在贯彻全面风险监管方面有了长足的进步，第一次在风险监管框架中覆盖了信用风险、市场风险和操作风险，并对利率风险监管也提出了一定要求，但是，仍然忽视了一些在特定市场条件下对银行运行相对重要的风险，如流动性风险、金融衍生品风险等②。

第三，Basel Ⅱ三大支柱领域内的具体争论不断。在第一支柱下，争论分歧主要集中在标准方法和内部评级方法的使用、操作风险的具体衡量、资本配置的覆盖范围、风险权重的确定等方面；第二支柱下，争论分歧主要在于不同金融体制下实施 Basel Ⅱ的难度、跨国银行在各国监管要求的差异下寻求最少资本金要求的配置、Basel Ⅱ缺乏对准备金提取的深入研究和规定等方面；第三支柱下，争论分歧主要在于评级方法与信息披露要求的关系、会计准则差异与信息披露要求的关系等方面。总体来看，Basel Ⅱ三大支柱领域内具体实施问题上的争议较多，且存在很多细节问题上的分歧。

（二）次贷危机后对巴塞尔协议Ⅱ的争议

尽管巴塞尔协议Ⅱ在2004年已经订立，但各国对巴塞尔协议Ⅱ的实施情况不尽相同，欧洲、加拿大和澳大利亚银行远远领先于美国和亚洲的银行。次贷危机后，虽然各国银行实施 Basel Ⅱ的进程不同，但是随着银行部门暴露

---

① Rabell, E. C., Jackson, P. and D. P. Tsomocos, *Procyclicality and the New Basel Accord – Banks' Choice of Loan Rating System*, Bank of England Working Paper No. 181, 2003.

② BCBS, *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organizations*, Bank for International Settlements Report, February, 2000.

的问题越来越多，巴塞尔协议Ⅱ的缺陷再一次引起了学术界的关注。不同于危机前，危机后对于巴塞尔协议Ⅱ的争议越来越具有倾向性，强调了 Bacel Ⅱ的顺周期性、Bacel Ⅱ缺乏对银行流动性风险的监管等问题；同时也出现了一些关于协议的新争端。

1. 危机后对巴塞尔协议Ⅱ的反对意见

危机发生后，银行业产生的大量问题反映了近年来巴塞尔协议Ⅱ实施过程中的一系列问题，最突出的问题即大量的资产证券化及其信用违约率上升后导致的银行业流动性紧缺①。一些研究开始质疑 Basel Ⅱ在危机期间是否发挥了缓解危机和稳定银行体系的作用，其论点主要集中在六个方面：

第一，Basel Ⅱ对统计模型及统计分布过度依赖。尽管银行的内部模型认识到资产收益服从厚尾分布，但其对尾部事件和极端情况的概率估计不足，导致了模型极易低估的风险。另外，模型也缺乏与金融市场业务模式创新变化的一致性，如缺乏对抵押、担保等效果的仔细分析，尤其是债务人风险和担保人风险之间的关系分析；缺乏对一些特定资产的违约概率与违约损失的关系分析，如次级贷款、房地产贷款等。

第二，Basel Ⅱ具有放大周期效应，提高了金融不稳定性②。尽管对于顺周期效应的讨论在 Basel Ⅱ订立后就有出现，Basel Ⅱ在危机中的表现更证实了这一点，进一步提高了金融监管本身的放大周期效应。Danielsson（2004）强调了因为市场数据对市场行为的内生化，稳定时期的统计分析对危机时期并不具有指导意义，因此从监管角度来说，Basel Ⅱ的模型对市场价格风险的度量可能会提高关于风险的错误信息，这在一定程度上增大了系统风险和特有风险③。

第三，Basel Ⅱ的资产证券化框架有待提升，这主要涉及三个方面内容，一是对“重要风险转移”（Significant Risk Transfer）概念的确认，二是对“隐性支持”（Implicit Support）审慎性管理的使用，三是对一些特殊风险暴露的资本要求，尤其是表外资产的风险。从危机中看出，特殊投资工具（SIV）等

---

① Nouy, D., *Supervisory Perspectives*, Journal of Financial Stability, September, 2008.

② Bieri, D. S., *The Basel Process, Financial Stability, and the Age of Turbulence*, School of Public and International Affairs, Virginia Tech Working Paper, 2008.

③ Danielsson, *The Emperor Has No Clothes: Limits to Risk Modeling*, Journal of Banking and Finance, 26 (4), 1273 - 1296, 2004.

和发起银行间的复杂关系是导致Basel Ⅱ缺陷的关键原因之一，因此有必要重新调整资产证券化在发起阶段借贷者的激励顺序，并准确估算发起银行在分配阶段所承担的风险。

第四，交易账户（trading book）中违约风险的资本充足要求不明确。由于交易活动包括了越来越复杂的信用相关与结构化产品，交易账户中违约风险提高，其他相应的风险也不断增大，如流动性风险、名誉风险等。由于对信用评级正确性的怀疑以及短期负债持有方不愿意继续持有资产，一些特殊目的机构（SPV）面临了巨大的流动性风险，最后被迫折价出售资产，因而蒙受了巨大损失。巴塞尔委员会提出的额外风险资本要求（IRC）覆盖了一部分其他种类的风险，但并没有在传统的市场风险度量中反映出来，尤其是VaR方法。

第五，Basel Ⅱ第二支柱下的压力测试不足。监管者应该继续与金融机构合作提高压力测试的频度和质量，应该更全面地考虑市场间的连锁反应和危机传染的可能性，以及流动性挤兑等极端假设。同时，监管者也应当保证压力测试的结果在银行风险管理过程中有所反应。

第六，Basel Ⅱ中缺乏市场透明度要求。市场透明度是重建市场信心的关键因素之一，因此，金融机构应当继续加大风险暴露与价值评估的信息披露，包括对结构化产品和资产负债表外投资工具的风险披露。同时，监管者、投资者与审计人应当合作确认相关信息的披露，尤其是对价值评估方法、价值评估前提假定以及价值变化动因等方面内容。

2. 危机后对巴塞尔协议Ⅱ的支持意见

尽管巴塞尔协议Ⅱ在危机中表现出种种缺陷，大部分监管机构对Basel Ⅱ依然持支持态度，并且强调了完全实施Basel Ⅱ的重要性。监管机构认为，Basel Ⅱ没有缓和次贷危机的原因应当归结为各个国家实施Basel Ⅱ的不充分。

第一，Basel Ⅱ三大支柱下的规定是较为完整的。第一支柱提出了包括信用衍生品和资产证券化在内的全面资本要求；第二支柱鼓励银行提高风险监管技能，以更好地评估银行的特有风险；第三支柱中对市场约束的规定提高了包括证券化和风险削减（Risk Mitigation）在内的信息披露的数量和质量。

第二，Basel Ⅱ的资产证券化框架提高了对银行资产证券化风险暴露的监管资本要求，减少了高风险资产证券化所带来的资本不充足情况，并在第一

支柱下提出了包括证券化资产风险暴露在内的银行须持有资本数量的几种计量方法。当前的危机提供了一个检验 Basel Ⅱ资产证券化框架稳健性的机会，巴塞尔委员会考虑出台复杂证券化产品的资本要求、压力测试的法律要求、表外产品带来的名誉风险和流动性风险的监管以及信息披露等问题①。

第三，Basel Ⅱ的放大周期效应问题仍值得探讨。Drumond（2008）认为，Basel Ⅱ放大周期效应的程度依赖于六个因素：银行资产组合的组成、银行计算最低资本要求的方法、银行采用的评级系统的特性、银行持有的资本缓冲、对信用风险演化的看法、信用风险管理的提升、Basel Ⅱ下监管和市场干预的程度，这个问题仍需进一步验证②。Saurina（2008）认为，对于 Basel Ⅱ的放大周期性，至少需要考虑三点：一是资本要求本身应在萧条期有所增加、繁荣期有所下降；二是银行实际资本本身也是顺周期的；三是信贷行为依赖于与银行资本无关的需求因素，这应由供给因素决定，并不与银行资本水平直接相关③。

二、危机后巴塞尔资本协议Ⅱ的补充与修正

（一）次贷危机后对巴塞尔协议Ⅱ的补充文件

针对次贷危机后对巴塞尔协议Ⅱ争议的倾向性意见以及出现的新争端，Wellink（2008）进一步强调了巴塞尔银行监管委员会的主要工作目标，即加强资本缓冲，帮助银行系统维持表内和表外业务的经营杠杆，提升风险管理水平以防止风险过度集中于银行体系；同时，能吸收金融系统中的冲击，而不是放大金融部门和实体经济的风险④。基于此，巴塞尔委员会逐步出台了四项文件（见表1-1）。

---

① Caruana, J. and A. Narain, *Banking on More Capital*, International Monetary Fund Finance and Development, Vol. 45 No. 2, 2008.

② Drumond, *Bank Capital Requirements, Business Cycle Fluctuations and the Basel Accords: A Synthesis*, FEP Working Papers No. 277, 2008.

③ Saurina, J., *Will Basel Ⅱ Help Prevent Crises or Worsen Them?* International Monetary Fund Finance and Development, Vol. 45 No. 2, 2008.

④ Wellink, N., *The Importance of Banking Supervision in Financial Stability*, Bank for International Settlements Review 138, 2008.

表 1-1 危机后对巴塞尔协议Ⅱ的补充及推进

补充文件	主要内容	发布日期
《公允价值的度量与建模》	明确价值评估需要改进的四个方面：管理与控制、风险管理与度量、估价调整以及财务报告	2008 年 6 月
《交易账户额外风险资本计量准则》	根据银行交易账户头寸的风险暴露程度调整监管资本要求；改进内部 VaR 模型	2009 年 7 月
《流动性风险度量、标准与监测的国际框架》	建议监管者采用合同期限错配、融资集中度、可用的无变现障碍资产以及与市场有关的检测工具等监测手段	2010 年 4 月
《巴塞尔协议Ⅲ对资本框架的重新定义》	提出关于加强全球资本监管的政策建议，旨在提升银行体系的稳健性，并降低金融体系向实体经济的溢出效应	2010 年 9 月

1. 公允价值的度量与建模报告

金融创新下新产品的不断出现、支付结构的复杂化、潜在风险因素对价值评估的影响，导致原先的估值方法面临较大困难；市场流动性的变化进一步加大公允价值估计的波动性。基于此，委员会指出了公允价值评估有待提高的四个方面：管理与控制过程、风险管理与度量、价值调整、财务报告。

2. 交易账户中额外风险资本要求文件

巴塞尔委员会于 2009 年 7 月正式出台了对交易账户中额外风险资本要求（IRC）的计量准则，扩大了资本要求考虑的风险范围，全面考虑了危机时银行交易账户中债务抵押债券（Collateralized Debt Obligations，CDO）及其他二次证券化产品（Re-securitizations）的损失，因此，IRC 的计量也反映了由违约、信用等级变化、增大的信用差价及股价波动等因素带来的价格变化风险。另外，文件在其对巴塞尔协议Ⅱ市场风险框架的修正中，提出了对内部 VaR 模型的改进，进一步调整了在现行会计准则下对交易头寸市场风险暴露的估计方法①。

3. 流动性风险度量、标准与监测国际框架

对于在次贷危机中所表现出来的银行部门流动性危机，巴塞尔委员会出台了关于健全流动性监管原则的咨询文件，主要内容包括：全面识别、衡量

① BCBS, *Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book-Consultative Document*, Bank for International Settlements, July, 2009.

各种流动性风险；加强压力测试；强调各监督人在加强流动性风险管理过程中的沟通与协作；加强对国内与跨境支付、结算所产生的当日流动性风险的管理①。巴塞尔委员会在2010年4月正式公布的《流动性风险测量的国际框架、标准和监测》中建议监管者采用合同期限错配、融资集中度、可用的无变现障碍资产以及与市场有关的检测工具等监测手段，有助于监管者掌握银行现金流、资产负债表结构、可用无变现障碍抵押品和市场指标的信息。2010年9月出台的巴塞尔协议Ⅲ引入了全球流动性监管标准，包括流动性偿付比率（LCR）和净稳定资金比率（NSFR），并分阶段作了渐进安排。

4. 巴塞尔协议Ⅲ对资本框架的重新定义

为了使银行体系更好地应对各种金融和经济压力导致的冲击，并降低金融体系向实体经济的溢出效应，巴塞尔协议Ⅲ提出关于加强全球资本监管的政策建议，主要包括四个方面内容（具体见本书第二章）。

第一，提高银行资本基础的质量、一致性和透明度，这将确保大型国际活跃银行同时增强在持续经营条件下和清算条件下吸收损失的能力。按照现行巴塞尔委员会的标准，银行的普通股占风险加权资产的比例提高至4.5%。

第二，扩大资本框架的风险覆盖面。除2009年7月发布的交易账户和资产证券化的改革措施以外，委员会提出加强交易对手信用风险的资本监管，交易对手信用风险主要源于衍生品交易、回购和证券融资活动。这些方面的强化将提高单个银行机构的稳健性，并降低通过衍生品和融资渠道在金融机构之间冲击传递的风险。提高交易对手的资本要求将鼓励场外衍生品交易转向通过中央交易对手和交易所交易。

第三，为了减少监管套利，巴塞尔协议Ⅲ在最低资本要求之上补充了一个基于风险中立的杠杆比率（Non-risk-based Leverage Ratio），这是一项逆周期措施，设定一级资本占非权重资产的杠杆比率下限为3%，以此降低银行的顺周期性。在考虑新资本协议相关变化的基础上，通过校准确保该比例能够作为风险资本比例的一个可靠的补充指标。

第四，为了实现更广泛的宏观审慎目标，巴塞尔协议Ⅲ提出了0~2.5%的逆周期资本缓冲（Countercyclical Capital Buffer）作为备选工具的要求。此

① BCBS, *International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring-Consultative Document*, Bank for International Settlements, December, 2009.

外，巴塞尔委员会正在推进基于预期损失的、前瞻性的损失准备金制度，该框架将更加透明地反映实际损失，并降低顺经济周期效应。

（二）次贷危机后对巴塞尔协议Ⅱ框架的改革

巴塞尔委员会于2009年7月出台《Basel Ⅱ框架的增强文件》，对最低资本要求、监管原则等内容进行了修正与扩充。在修正后的巴塞尔协议中，操作风险管理所占的比重有所提升，而各种风险种类的界限正在逐步淡化。

1. 对第一支柱的修正

在对巴塞尔协议Ⅱ第一支柱的修正中，最重要的就是在最低资本要求中补充了再证券化风险（Resecurisation Risk）的权重，以及考虑了信用分析的操作要求，对衍生工具及证券化活动提出更高的资本要求，并将在2011年底前实施。

一方面，委员会认为，对证券化使用内部评级法和标准法的银行，需要在其资本要求的计量中提高再证券化的风险权重；在计算杠杆比率时，所有的表外资产必须通过一定的系数转化计算，同时衍生金融资产也需要计入，杠杆比率上限将于2018年最终确定，并逐步纳入到Basel Ⅱ的第一支柱部分。

另一方面，为了使用上述Basel Ⅱ证券化框架中规定的风险权重，银行需要达到一些特定的操作标准，譬如，外部信用评级的使用、资产支持商业票据管道（ABCP Conduits）的内部评估方法以及隐含评级的使用等，这些操作标准旨在确保银行对其自身的充分监管，而非仅仅依赖于评级机构的信用评级①。如果银行对于证券化风险没有达到上述的操作标准，则会被强行要求削减其证券化头寸。从这一新增的要求来看，信用风险与操作风险的界限正在逐步模糊，信用风险的控制，尤其是复杂的证券化与再证券化风险，需要操作风险管理层面的协助才能得到保证。

2. 对第二支柱的修正

在对Basel Ⅱ第二支柱的修正中，主要是补充银行整体风险管理和资本计

① BCBS, *Enhancements to the Basel Ⅱ Framework*, Bank for International Settlements, July, 2009.

划流程的相关规定，旨在辅助银行与监管部门在资本充足率内部评估的过程中更好地识别与管理风险，进而避免出现在次贷危机中对风险认识与控制不足的情况。

第一，银行整体风险监管的问题。一是积极主动的董事会与高管层监管，即在整体层面把握风险暴露，并保证银行的风险管理框架包含了特定业务的审慎性政策与规定。二是合理的政策、程序和限定，银行的风险管理政策与程序应当提供对业务战略操作的指导，并建立银行可能面临的不同风险类别的内部限定。三是及时、完整地对风险进行识别、度量、控制、监测与报告，银行的管理信息系统为董事会和高管层提供机构风险概况、风险汇总过程中的相关报告。四是健全的内部控制，内部及外部审计部门定期对风险管理流程进行监测，确保风险决策的信息来源正确、有效；风险管理部门与具体业务部门的相互独立，确保职责分离并避免利益冲突。

第二，建立健全的压力测试。压力测试在提供对风险的前瞻性评估、克服模型与历史数据的缺陷、支持内部与外部沟通、在压力时期出台风险缓释与应急计划等方面具有重要作用，巴塞尔委员会于2009年5月出台《健全压力测试措施与监管原则》，一方面，由董事会和高管层负责设定压力测试目标、定义情景，讨论压力测试结果，评估可能的措施和决策；另一方面，监管部门也应当出台评估银行压力测试有效性的方案，如回顾压力测试过程中改变市场情况的关键假定、银行如何使用压力测试、测试结果如何影响决策等问题①。

第三，谨慎的薪酬政策。次贷危机中一些大型金融机构的高额短期利润使得雇员的奖金大幅增加，并未考虑到由此带来的长期风险。金融稳定论坛2009年4月出台《健全薪酬政策原则》，规定薪酬政策的制定应当关注机构的长期资本维持和财务状况，考虑风险调整后的业绩表现，并及时将薪金政策向各大股东进行信息披露②；巴塞尔委员会2010年10月出台的《薪酬的风

---

① BCBS, *Principles for Sound Stress Testing Practices and Supervision-Consultative Document*, Bank for International Settlements, January, 2009.

② Financial Stability Forum, *Principles for Sound Compensation Practices*, Financial Stability Board, April, 2009.

险校准方法和性能》，将风险补偿办法纳入到个人工资和绩效奖金当中，并提出相应的补偿措施，如充分的绩效评比、加班奖金等，制定兼顾金融机构规模和复杂性、业务模式和风险的相关规则，并将规则分为事前风险调整、延期和事后调整①。

① BCBS, *Range of Methodologies for Risk and Performance Alignment of Remuneration*, October, 2010.

第二节 公允价值计量与金融周期波动

次贷危机之前，引入了公允价值（Fair Value）的新会计准则遭到各方质疑。次贷危机爆发后，由于结构信贷产品等金融工具的定价复杂化程度不断加大，部分金融产品因缺乏流动性良好的市场而存在定价方面的困难和偏差，公允价值记账法的基本特性和缺陷再一次引起了国际学术界的广泛热议。本节从公允价值与金融周期波动关系的角度分析和解释公允价值记账法的优势与缺陷，及其对金融周期波动性的影响，尤其是公允价值记账法在金融危机深化过程中所发挥的作用。

一、公允价值计量的概念与特点

（一）公允价值的概念界定和计量方法

公允价值的概念界定主要来自于两个机构——国际会计准则委员会（IASB）和美国联邦会计准则委员会（FASB），并不断得以修正和完善。FASB 分别在 2006 年 9 月颁布《财务会计准则公告第 157 号——公允价值计量》（SFAS 157）和 2007 年 2 月颁布《财务会计准则公告第 159 号——公允价值计量选择权》（SFAS 159）。在 SFAS157 中，公允价值被定义为，计量日当天，在报告主体交易的市场上市场参与者之间的有序交易中，出售资产所接受的价格和转移负债所支付的价格①。

SFAS157 的主要目标是发展计量公允价值的稳定框架，其核心内容是，公允价值计量应当基于每项资产和负债价格的可靠性或确定性程度，划分为

① Financial Accounting Standards Board, *Fair Value Measurements*, Statement of Financial Accounting Standards No. 157, 2006.

三个层次。第一层次（Level 1）中，各项资产与负债的活跃市场报价可直接获得，市场参与者从市场数据信息中即可获得公允价值，如果某项资产或负债的市场数目不唯一，应在考虑交易价格和成本之后选择最有利的市场；第二层次（Level 2）中，缺乏各项资产与负债的独立、可观测市场价格，市场参与者只能利用类似市场中的可观测数据，或根据可观测数据由定价模型计算得出价格数据，作为该资产或负债的公允价值；第三层次（Level 3）则需要更多报告企业的主观假定和判断，其重要假设或估值模型的输入变量均非市场上可观测变量。

（二）公允价值计量方法的特点

在公允价值记账法之前，大部分企业采用历史成本记账法（Historical-cost Accounting），该方法对会计要素的记录，以经济业务发生时的实际收入或支出作为标准进行计量计价。

1. 公允价值与历史成本记账法的差异

总的来看，公允价值记账法与历史成本记账法这两种会计体系在记账目标、收益来源以及与金融系统的关系等方面存在较大差异。

第一，从记账目标来看，历史成本法的目标包括两方面，一是评估利润来源，二是评估不同股东、雇员等的财务头寸；而公允价值法的目标在于估算企业价值和提高对企业股东的透明度。

第二，从收益来源来看，历史成本法的好处在于，清楚地计量企业过去交易中的收益或亏损，及其对现在的影响和结果；而公允价值法定期根据市场变动调整资产价值，为新交易活动或事项的收益核算，提供更为准确的市场信息。

第三，从与金融系统的关系来看，历史成本法对目标资产的记录独立于当前金融市场，其对资产价值收缩的确认存在一定延迟，有利于金融稳定；而公允价值法是基于当前市场价格对资产价值的记录，因此，金融市场的潜在不完善性可能会影响企业的内部估值①。

此外，Gassen 和 Schwedler（2008）对不同会计记账法的适用情况进行了

① Boyer, R. , *Assessing the Impact of Fair Value upon Financial Crises*, The 18th Annual Meeting of SASE, 2007.

研究，他们认为对于流动性较好的非营业性资产，使用盯住市场的公允价值记账法对财务决策更为有利，而对于流动性较差的营业性资产，使用历史成本记账法和公允价值记账法差异不大。

2. 公允价值计量方法的优势与不足

公允价值在不同金融周期中的会计记账过程中展现了其良好属性。其一，它提供了对市场实际情况的清晰评价，能够迅速反应报告企业资产负债表的任何问题及其恶化情况①。近年来，金融创新出现的新型金融产品，已经无法用历史成本法进行价值计量，公允价值是唯一能够提供透明、可靠估值的计量方法，它包含了某一时刻的所有已知信息，也减少了报告企业与投资者之间的信息不对称问题。其二，公允价值的运用为投资者提供了更多的有用信息，在一定程度上加强了市场约束，有利于市场效率的提高。

尽管公允价值的优势值得肯定，但其顺周期性已经给市场定价和会计记账带来了极大混乱，尤其在危机过程中暴露得相当明显。金融系统本身内在的顺周期性由于公允价值的使用而被进一步放大，加上监管体系同样存在的顺周期性，两者共同造成的恶性循环最终导致了危机的深化。

第一，定价方法存在较大的主观性。由于在流动性紧缺、市场不活跃情况下，公允价值无法从市场价格中直接得到，此时对公允价值的估计将涉及到金融工具的定价模型和方法，严重依赖于模型假设和简化条件，模型设计本身没有能够适当把握复杂金融产品的特性，或者模型输入本身不是市场上可直接观测到的变量，存在一定误差，导致模型风险增大。

第二，定价不明确，尤其是危机时期复杂金融产品在公允价值计量三个层次下的资产重分类。由于市场流动性紧缺，一些复杂金融资产需要进行重新分类，以至于这些产品的数量在 2008 年第一季度就增长了近 40%，由此导致更多新型产品的定价出现混乱，一些抵押产品甚至出现了贷款者和借款者对其定价不一致的情况②。

第三，加大了银行资产负债表、利润和损失账户的波动，导致银行监管

---

① Vinals, J. , *Improving Fair Value Accounting*, Financial Stability No. 12 - Valuation and Financial Stability, 2008.

② Clerc, L. , *Valuation and Fundamentals*, Financial Stability Review No. 12 - Valuation and Financial Stability, 2008.

资本波动水平的提高，推动金融市场周期性的进一步放大。在银行管理方面，可能造成对短期指标的过于强调，尤其表现在投资决策中；对于流动性相对稀缺的金融工具，短期决定将进一步加大其公允价值计量的偏差。

二、公允价值与金融周期波动的关系分析

从次贷危机中银行部门对公允价值会计制度的使用来看，虽然公允价值更准确地反映了银行账面资产的市场实际价值，但其对市场价值为基础的趋势要求使得资产负债表在繁荣时期不断扩张、萧条时期不断收缩，极有可能带来金融扩张和收缩的恶性循环。

（一）金融系统的周期性分析：银行借贷行为的顺周期性

由于金融市场不完全，且存在摩擦和交易成本，金融系统本身就具有放大经济周期波动的特点[①]。从最初美国信贷市场相对较少的损失，发展到银行部门的信用危机，从而降低银行向居民和企业部门提供资金的能力和动力，最终影响到金融系统的核心作用。其中，银行部门的借贷行为，在顺周期性的传导过程中，发挥了重要作用。

第一，银行部门的借贷行为本身具有顺周期性，经济周期进一步放大银行借贷周期。在经济周期上行阶段，银行资产质量水平总体较高，能够对经济体注入更多资金，因此放贷规模扩大，进一步刺激经济增长；在经济下行阶段，贷款风险加大，且银行需要配置的资本金较多，对经济体的资金注入相对谨慎，放贷规模缩小，从而加大了流动性紧缩压力，不利于经济增长。银行借贷的顺周期性在发达国家更为严重，在过去两个经济周期内，法国的借贷周期波动性大约平均被经济周期放大2～2.3倍，在美国约为2.5倍[②]。

第二，从金融加速器作用的角度来看，银行信贷的管理方式增大了繁荣

---

① Rochet, J. C., *Procyclicality of Financial Systems: Is There A Need to Modify Current Accounting and Regulatory Rules?* Financial Stability No. 12 - Valuation and Financial Stability, 2008.

② De France, B., *Financial Stability: the Need for Suitable Prudential and Accounting Instruments*, France Banking and Financial supervision Commission Bancaire 2000 Annual Report, 2001.

和萧条时期冲击的效应，这种作用在公允价值使用下表现得更为明显。投机时期的信贷繁荣来自于两种机制的协同：其一，外生的生产力冲击带来更大的利润，以及风险溢价的下跌，扩大了从银行借款的能力；其二，企业净价值的增加，提高了企业的举债能力，进而扩大资本形成。对技术和需求冲击而言，金融加速器的作用较为缓和，但是财富冲击被放大了许多，尤其是通过第二种机制的作用。

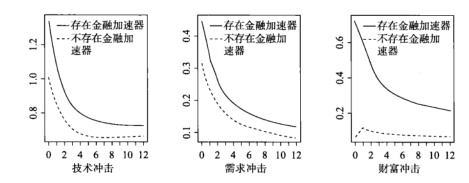


图1－1　金融加速器对经济冲击的放大效应

资料来源：Boyer, R., *Assessing the Impact of Fair Value upon Financial Crises*, The 18th Annual Meeting of SASE, 2007.

（二）公允价值计量在金融周期波动过程中的作用

在银行部门借贷行为顺周期性的基础上，公允价值的使用进一步放大了经济周期的波动，这主要通过公允价值记账定期调整资产负债表的要求在影响资本水平这一环节产生作用。公允价值投入使用后，往往要求金融机构拥有更多的资本基础。

第一，经济系统本身具有周期性。在经济景气上行阶段，银行放贷规模和市场流动性增大，带动市场需求和资产价格的高增长，对金融体系而言，容易引起机构经营杠杆比率的放大和资产泡沫的形成。在公允价值记账法的要求下，资产负债表必须定期根据公允价值重新核定账面资产价值，造成资产负债表的急剧扩张，从而带来未实现资本收益增长，进一步促进流动性和市场需求增长（见图1－2）。在经济萧条期，银行谨慎放贷，市场流动性紧缩，一些机构基于流动性需求被迫折价抛售资产，资产价格下降，一些机构被迫进行去杠杆化（Deleveraging）或接受注资（Recapitalization），造成资产

负债表急剧收缩，资本水平下降，进一步推动流动性紧缩和经济下行压力。

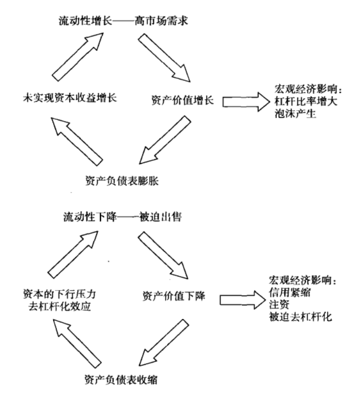
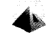


图1-2 金融周期循环过程（上：上行期；下：下行期）

第二，在金融周期波动过程中，公允价值的使用意味着任何流动性和资产价格冲击将立刻影响资本水平，从而进一步放大经济周期，这在危机中的表现尤其明显。从危机爆发以来到2008年6月止，注资高达3020亿美元，约占总资产减记的80%，约为信贷损失的8倍①。在公允价值的要求下，流动性和资产价格的螺旋下降要求利润和损失账户减记，推动流动性危机迅速影响资本水平。因此，公允价值会计准则导致资本波动的压力过大，加大了金融系统的不稳定，与此相适应，它要求金融机构具有更强的资本基础。

① Matherat, S., *Fair Value Accounting and Financial Stability: Challenges and Dynamics*, Financial Stability Review No. 12 - Valuation and Financial Stability, 2008.



（三）公允价值顺周期性对危机深化的影响

在次贷危机不断深化的过程中，考虑到不同资产市场间的传递性增强，公允价值的使用在原本存在的金融加速器的基础上，又引入了“会计加速器”，不稳定的风险被进一步扩大。

第一，由于资产市场间存在混响效应（Reverberation Effects），公允价值可能进一步加重金融危机。随着新型金融产品的出现，不同资产市场间的关系更为紧密，危机加重因素可能来自于从信贷市场到股票市场和房地产市场的混响效应。公允价值的使用，使得银行估值也引入了市场不稳定因素，包括信用风险证券化产品在内的新型产品收益率波动相当大，内、外部的波动因素同时推动了不稳定性的增加。一方面，金融部门更愿意承担高风险，并将风险最终传递至其他部门，加上新型产品的定价也融入了隐含的系统性风险，累积效应最终推动金融脆弱性加大。另一方面，由于信息不对称并缺乏足够的监测，新型产品的购买者无法准确评估产品的隐含风险。

第二，银行部门对公允价值的使用严重阻碍了金融系统在危机爆发后的自我恢复能力。公允价值在危机中对资产价值的过低估计可能带来利润和资本水平的下降，使得银行信贷更具顺周期性，从而抵消了完善监管体系对逆周期化的作用，加大了金融脆弱性。SEC 对截止到 2008 年 12 月破产的 22 家美国银行的统计发现，危机中大部分银行破产的直接原因在于资本不足，这在一定程度上与基于公允价值的资产减记损失有关①。

三、危机后公允价值计量法的改革

次贷危机爆发后，随着越来越多的资产减记和损失，一些机构的大量资产抛售迅速降低了资产的市场价值，而公允价值记账法进一步加大了资产抛售和亏损程度。在这种情况下，公允价值记账法遭到了越来越多的质疑。

（一）次贷危机后对公允价值计量法的改革

公允价值计量方法的顺周期性等缺陷逐渐暴露，不断有意见要求暂停使

① The U. S. Securities and Exchange Commission, *Report and Recommendations Pursuant to Section* 133 *of the Emergency Economic Stabilization Act of* 2008: *Study on Mark-To-Market Accounting*, SEC Office Of the Accountant Division of Corporation Finance, 2008.

用公允价值。对此，美国证监会（SEC）和FASB相应出台了对SFAS157的修正和补充文件；而巴塞尔委员会在对巴塞尔协议Ⅱ的一系列修正及补充文件中，也涉及了公允价值方法的改革。

第一，美国SEC与FASB的改革方案。SEC和FASB于2008年9月底发布联合声明，主要包括：管理者的内部假定、对市场报价的运用、如何解释无序交易、在不活跃市场上的交易是否影响公允价值计量、判断资产与负债损失是否属于临时损失的因素、信息披露的必要性等六个方面①；2008年10月，美国通过《2008年紧急经济稳定法案（Emergency Economic Stabilization Act of 2008，EESA）》，赋予了SEC对任何发行者和交易种类暂停使用SFAS157的权利②；FASB出台了SFAS157－3，旨在说明SFAS157在市场条件较差时的运用，以及如何在市场不活跃时决定金融资产的公允价值③。

第二，巴塞尔委员会对公允价值使用的改革提议。BCBS（2010）指出公允价值评估有待提高的四个方面：管理与控制过程、风险管理与度量、价值调整、财务报告。一是建立银行在市场条件恶化、市场价格变化无法预测情况下的应急计划，对复杂金融产品的风险管理分配更为充足的资源；二是银行在风险与价值评估过程中不过多依赖外部评级，稳健的内部评价方法尤为重要；三是银行应妥善处理财务报告和风险管理目标之间的差异并进行相应的价值调整，前者反映会计准则范围内的风险因素，后者更好地反映了价值的不确定性。

（二）公允价值顺周期特性对我们的启示

尽管公允价值在次贷危机中发挥了一定消极作用，但SEC统计数据表明，在破产银行的大量资产中，公允价值记账仅使用于其中较小部分，并非银行破产的最大原因。公允价值的使用不应当被暂停，而应该得到进一步修正和完善。如何构建一个会计准则框架，既能为投资者提供相关、可靠的信息，

---

① Financial Accounting Standards Board, *SEC Office of the Chief Accounting and FASB Staff Clarifications on Fair Value Accounting*, FASB 2008－234, 2008.

② U.S. Department of the Treasury, *Emergency Economic Stabilization Act of* 2008, http://www.treasury.gov/initiatives/eesa/, 2008.

③ Financial Accounting Standards Board, *Determining the Fair Value of a Financial Asset When the Market for That Asset Is Not Active*, FASB Staff Position No. 157－3, 2008.

又能限制不稳定因素的作用，可以从以下两个方面加以思考。

第一，设立定价准备金（Valuation Reserves）或建立动态条款（Dynamic Provisions），提供更准确的价值评估，有助于缓和会计准则和银行借贷行为的顺周期性。其一，机构为基于模型定价的复杂金融产品设置定价准备金，包含在特殊市场条件下公允价值记账过程中不确定因素的确认与会计计量，明确反映机构在财务报告中对产品定价过程中不确定性因素的度量，提供了对金融产品更准确的价值评估；其二，建立动态条款，结合信用风险对存款性机构资产负债表上贷款组合的账面价值进行动态调整。

第二，发挥中央银行在维持金融稳定方面的作用。考虑到银行审慎性监管和公允价值会计准则共同存在的顺周期性，加强监管者、会计制度制定者和中央银行间的合作。在对会计准则制定的管理过程中，赋予中央银行或政策制定者更主动的角色，使其能更好地理解准则并从宏观金融稳定的角度对其进行考察。

从目前现存的会计记账方法来看，公允价值计量的发展趋势是肯定的，我国在使用公允价值时应首先确立活跃的市场环境，降低价值衡量的主观性和模型风险，同时加强与公允价值相关的信息披露，借鉴 SFAS157 的相关规定，形成计量和披露的规范模式。

第三节 风险度量模型的缺陷与修正

次贷危机中，许多银行机构的最大损失之一出现在交易账户，导致这部分损失主要是由于针对市场风险的资本框架没有考虑到交易账户中可能存在的一些关键风险。此外，对银行信用风险也存在计量上的不足，主要体现在对证券化产品对手风险的认识不足。基于此，巴塞尔委员会对市场风险和交易对手信用风险均作了新的解释和修正，并对银行内部的各种风险的极端尾部事件进行了压力测试。

一、市场风险内部模型法的修正

危机过后，巴塞尔委员会对交易账户额外风险资本要求的计量提出了新的要求，并对市场风险度量模型中的标准法和内部模型法作了修正，主要体现在对市场风险因子的确认、量化标准以及对特殊风险的计量这三个方面。①

第一，对市场风险因子的确认。所有用于市场风险定价的因子都必须同时包含在 VaR 模型风险因子中，VaR 模型包含期权和抵押支持证券（MBS）等其他相关产品的非线性特征，以及信用违约掉期（CDS）等产品的相关风险（Correlation Risk）和基础风险（Basic Risk）。

第二，在量化标准上，银行必须至少每个月对数据进行更新，并在市场变化较大时，对数据进行重新评估；计算“压力状态下的风险价值”（Stressed Value-at-risk，sVaR），用于测量银行在压力时期投资组合的 VaR 值。VaR 的计算以 10 天为基准，取单尾、99% 的置信度，例如，对许多投资组合来说，12 个月的计算期限基本能反映压力持续的时间，每个银行必须每日满

① BCBS, *Revisions to the Basel Ⅱ Market Risk Framework*, Bank for International Settlement, July, 2009.

足如下资本要求：

$$c = \max\{VaR_{t-1}; m_c \cdot VaR_{avg}\} + \max\{sVaR_{t-1}; m_s \cdot SVaR_{avg}\}$$

其中，VaR_{t-1} 表示前一天的 VaR 值，$sVaR_{t-1}$ 表示最新可得的压力状态下的 VaR 值；VaR_{avg} 和 $sVaR_{avg}$ 分别表示前 60 天的平均 VaR 值和平均 sVaR 值；m_c 和 m_s 为乘数因子，由监管当局根据银行风险管理体系质量评估结果给定，且二者绝对值均须大于 3。在此基础上，银行根据模型的事后表现给出乘数因子增量，以保证模型的预测效果，增量根据回溯测试（Back-testing）的结果而定，一般在 0 和 1 之间。需要注意的是，回溯测试对增量的计算只能给予 VaR 模型而非 sVaR。

第三，对特殊风险（Specific Risk）的处理。如果银行对 VaR 的测算中包含来自股权风险头寸中的特殊风险，并且监管方认为该银行达到了一般市场风险模型的定性与定量要求，则银行不需要按照标准法所规定的将其股票头寸计入资本要求中。对于利率风险头寸，如果该银行内部方法已经充分度量了新增违约与迁移（Migration）风险，则不需要将利率风险头寸计入特殊风险的标准资本要求中。此外，银行必须保证用于计算新增风险的方法能够达到信用风险内部评级方法的健全性标准或标准法下的特殊风险资本要求。

二、交易对手信用风险度量标准的提高

针对本轮危机中出现的情况，巴塞尔委员会识别了交易对手信用风险（CCR）监管资本要求和风险管理方面存在的缺陷，特别表现在返回检验、压力测试与错向风险的监控。2010 年 4 月《交易对手信用风险模型的回溯测试》给出 CCR 计量的新标准，并对内部评级法和标准法在再证券化上的使用提出新的要求。

CCR 监管资本的不足主要体现在以下几个方面：一是交易对手违约及信用状况恶化与市场波动性、交易对手风险增加同步发生，广义错向风险并没有充分纳入资本要求框架中；二是当前的资本框架只是把 CCR 作为违约和信用转移来看，未能完全覆盖由信用估值调整（CVA）导致的市值损失；三是大型银行之间的关联度高于目前资本框架设定的标准，一旦市场进入下行期，大银行之间的交易对手信用风险暴露增加明显；四是对于净额结算中有复杂

衍生品交易和低流动性抵押品的交易对手，用替代性交易进行平仓所需的时间远高于计算监管资本所要求的期限；五是中央交易对手（CCPs）未被广泛应用于交易清算；六是资产证券化产品与具备相同评级的公司债券被认为具有相同的风险暴露①。

基于上述缺陷，巴塞尔委员会对 CCR 资本要求提出了一系列修改意见，以强化相关风险管理做法和资产相关性：一是要求有效预期正暴露（EPE）计算应基于包括压力时期的数据；二是受监管的银行（资产在 250 亿美元以上）及其他金融公司（无论规模大小）的所有风险暴露的资产价值相关性，都适用 1.25 的乘数；三是对于场外衍生品、具有大额净额结算的证券抵押融资性交易，且抵押品流动性差或难于替代的衍生品，风险保证金期限延长到 20 天；若近期净额结算出现争议，风险保证金期限还要加倍；四是使用改进方法计算违约风险暴露（EAD），实施改进的抵押品管理操作和风险分析（如抵押品的再使用）；五是以证券化产品为抵押品的回购类交易建立单独的监管折扣类别，禁止为监管资本目标使用再证券化产品作为合格金融抵押品；六是为场外衍生品使用 CCPs 提供激励，规定 CCP 的抵押品和市场价值风险暴露的风险权重为零，如果 CCP 达到 CPSS/IOSCO，则提出更加严格的标准。②此外，针对次贷危机中对 CDO 等信用衍生品风险估计不足的情况，巴塞尔委员会对使用内部评级法和标准法进行证券化的银行，需要在其资本要求的计量中提高再证券化的风险权重。

三、压力测试在危机中的表现及其新准则

（一）压力测试及其在危机中的表现

目前进行压力测试的机构主要分为两种，一是中央银行，主要对金融系统建立宏观压力测试模型进行分析，另一种是私人银行，主要对银行内部的各种风险，如信用风险、市场风险、操作风险的极端尾部事件进行压力测试。下文仅讨论第二种。

---

① BCBS, *Strengthening the Resilience of the Banking Sector-Consultative Document*, *Bank for International Settlement*, December, 2009.

② BCBS, *Sound Practices for Backtesting Counterparty Credit Risk Models*, Bank for International Settlement, April, 2010.

1. 压力测试的概念与框架

压力测试尚没有清晰而统一的定义。国际证券监管机构组织（IOSCO）（1995，1999）指出，压力测试是在市场最不利的情况（如利率突然急升或股市受到重挫）下，资产组合所面临极端情况时可能发生的风险并加以认定和量化的分析方法①。BIS（2005）认为，压力测试是用于评估特殊事件、一系列经济变量的变动对机构财务状况潜在影响的风险管理技术，在巴塞尔协议Ⅱ的资本充足框架下，压力测试提示银行管理需要考虑未预期的风险，需要分配多少资本用于吸收冲击造成的损失，其复杂程度随不同机构规模和结构的不同而不同②。中国银监会（2007）首次在银行业引入压力测试概念，指出压力测试是一种以定量分析为主的风险分析方法，通过测算银行在遇到小概率事件等极端不利情况下可能发生的损失，分析这些损失对银行盈利能力和资本金带来的负面影响，进而对单家银行、银行集团和银行体系的脆弱性作出评估和判断，并采取必要措施③。

一般来说，压力测试结构框架已被纳入到量化的风险管理框架中（如图1-3）。从建模的角度来说，量化风险管理框架的起点是风险暴露，前提是时点T的风险暴露由外生系统风险因子造成；而压力测试模型的主要部分——数据生成过程，描述了不同风险因子在不同时刻的相互作用；最后，模型也描述了系统性风险因子对时刻T的风险暴露的影响。一旦模型合适，则不同情景的压力测试开始进行，并在过程中对模型不断进行修正。

上述压力测试的框架也存在着数据和风险内生性等困难。一方面，压力事件的样本数据较为缺乏，数据的可得性往往是风险建模和度量重点考虑的问题。但全面的数据并不意味着解决所有问题，如果建立的模型要包括所有指标特性，往往会过于庞大，反而不利于模型的预测。另一方面，内生风险主要来源于政策制定者的内生行为反应，这可能成为标准风险管理模型的最

---

① International Organization of Securities Commissions, *The Implications for Securities Regulators of the Increased Use of Value at Risk Models by Securities Firms*, Technical Committee, Montreal, Canada, 1995.

② Bank for International Settlements, *Stress Testing By Large Financial Institutions: Survey, Results and Practice*, Committee of the Global Financial System, 2005.

③ 中国银行监督委员会. 中国银监会关于印发《商业银行压力测试指引》的通知, 2007-12-25.

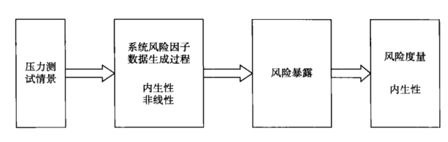


图 1-3 压力测试框架与困难

资料来源：Drehmann，M.，*Stress Test：Objectives，Challenges and Modeling Choices*，Economic Review，2008.

大问题。压力测试主要针对外部风险，通过生成数据分析其对银行资产负债表的影响，因此外部反应在压力测试的每个阶段都相当重要，一旦这些对外部风险的应对行为被内生化，会使得风险度量出现严重偏离。

2. 压力测试在危机中表现出的缺陷

在整个次贷危机发生的过程中，压力测试作为巴塞尔协议Ⅱ下银行的风险管理工具之一备受质疑，一些激进的观点甚至认为压力测试的不足是造成危机的主要原因之一。总体来说，压力测试在危机中暴露出的缺陷主要包括以下几个方面。

第一，压力测试的实施范围过于狭窄，且框架过于老化和陈旧。具体表现在，一是危机之前，一些银行的压力测试只是独立地由风险部门来进行，缺乏同业务部门之间的交流，导致压力测试的技术方法往往较为陈旧，既不能完全考虑到业务情况的不断变化，也不能从银行不同业务领域中融入定性的判断，而业务领域对压力测试分析也缺乏信任；二是银行仅在特殊的风险和投资领域内进行压力测试，主要针对市场和利率风险进行测试，而信用和操作风险的压力测试近期才出现；三是压力测试的框架往往不能足够灵活应对危机的演化，并没有使用全新的危机情景进行分析并适时修改模型。

第二，许多压力测试模型大量依赖历史统计关系，并假定风险是一个已知、不变的统计过程，能够很好地预测未来风险，这次危机表明仅仅依靠这种方法具有很大的局限性。模型未考虑到严重冲击和系统脆弱的可能性，这样的历史统计关系并不可靠，往往容易低估未来风险；此外，由于市场参与者在系统内部的反应能够带来反馈效应，并且这种效应会急剧放大初始冲击，

因此在压力环境中，风险特性变化迅速，仅依靠历史统计的压力测试明显不足以预测未来极端事件给银行带来的冲击影响。

第三，用于压力测试的情景大多数只反映了温和、短期的冲击，却不符合当前的发展，比如没有考虑到金融创新产品，缺乏对复杂结构产品在缺乏流动性时的表现、管道（Pipeline）和证券化风险等特殊风险的考虑。敏感性测试也忽视了系统范围内的相互关系和反馈效应。危机之前，最为严重冲击的压力测试对损失的估计结果仅占收益的1/4，抑或更少；而事实表明，一旦重大压力事件发生，银行的平均损失往往大于收益的1/4。

3. 美国银行业的压力测试

次贷危机后，美国银行业大大降低的整体资本水平严重影响到银行系统作为信用中介的作用。美联储和银行监管机构对美国19家大型银行控股公司（Bank Holding Companies，BHCs）进行了史无前例的大规模资本评估和测试，并认为这些大型机构应该保持充足的额外资本以缓冲未来高损失的风险。

（1）SCAP的框架与实施

美国监管机构在2009年2月至4月间，对所有2008年年末资产超过1000亿美元的大型BHCs进行了SCAP（Supervisory Capital Assessment Program）测试，这19家BHCs共持有美国银行业2/3的资产和超过一半的贷款。该测试在正常和较差的两种宏观经济情景下，估测了BHCs在未来两年的损失、收入和储备要求；若估测结果显示BHCs需要提高资本数量或质量来承受差于预期情景下的损失，则监管者会相应地要求机构扩大资本缓冲。

SCAP框架的第一部分是损失的估计，即在正常预期和差于预期两种宏观经济情景（见表1－2）下，BHCs按照要求评估其未来两年内贷款、证券和交易头寸的损失，以及银行在拨备前的净收入和融资租赁损失津贴资金（Allowance for Loan and Lease Losses）。机构往往被规定了两种情景下损失比率的正常范围，若机构能够证明其预计损失比率合适，则可以对规定损失比率有一定的偏离。另外，交易资产超过1000亿美元的机构需要根据次贷危机中经受的冲击大小，估计其在压力市场情景下潜在交易相关市场和对手的信用损失。

表 1-2 正常和差于预期两种宏观经济情景的具体指标

	GDP（百分比变化/平均每年）		失业率（平均每年）		房价（Case-Shiller 10 城市复合指数、上年对预测年份同比百分比变化）	
	正常基准	较差情景	正常基准	较差情景	正常基准	较差情景
2009 年	-2.0	-3.3	8.4	8.9	-14	-22
2010 年	2.1	0.5	8.8	10.3	-4	-7

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Supervisory Capital Assessment Program: Design and Implementation*, April 24, 2009.

第二部分是对所需资本的预测，用以吸收未来两年的损失。资金来源主要包括：拨备前净利息收入、费用和其他非利息收入，到 2008 年年底对已发生损失建立的非信用相关净费用和储备，所有的计算都是按照购后会计基础（Post-purchase Accounting Basis）和税后来进行的，并且包含了递延税务资产和优先股分红。在差于预期的宏观情景下，若机构持有的资本数额少于 SCAP 估测的资本要求，则需要扩充资本以维持借贷能力。因此，这份监管测试提出的资本要求应被视为不利情况下用于吸收损失的资本缓冲；若经济恢复情况好于预期，这些机构在 2010 年年末可能持有更为充裕的资本。

（2）SCAP 测试的结果

SCAP 测试结果表明，就损失方面来说：第一，如果宏观经济的发展差于预期，则 2009、2010 年这 19 家机构的损失预计为 6000 亿美元，其中约 4500 亿美元来自于机构的应计贷款组合，尤其是房屋抵押和其他消费贷款；第二，预计这 19 家机构在较差情景下所有贷款未来两年内的累积损失达到 9.1%，高于 1930 年的历史峰值；第三，预计来自于交易相关暴露和投资组合持有的证券损失总计 1350 亿美元。总体来说，若加上 2007 年中期以来已经实现的部分证券价值冲销和减记的损失，到 2010 年年末这些机构中发生的与此次危机相关的损失总计约达到 9500 亿美元。

就用于损失覆盖的资本缓冲方面，2008 年年末这些机构的总体资本比率超过最低监管资本标准，一级资本总计达 8350 亿美元，表明这些机构拥有足够数额的资本缓冲，用于吸收 6000 亿美元的损失预计。经损失、收入和储备估测的调整，至 2010 年年末，总计需要增加 1850 亿美元资本用于缓冲（见表 1-3）。对于这个估测，需要注意两点：一是对追加的 1850 亿美元只针对其中未达资本要求的 10 家机构，其余 9 家一级资本比率超过 6%，普通股一

级资本比率超过4%；二是1850亿美元中的绝大部分来自于较差情景下普通股一级资本的不足，表明这10家机构应从扩大其普通股一级资本着手，为资本结构中其他更高级的组成部分提供保护，从而降低其破产风险。

表1－3　各家BHCs的SCAP测试结果：资本缓冲情况

无需补充资本缓冲的银行	需要补充资本缓冲的银行	补充资本缓冲数额
American Express Company	Bank of America Corporation	339亿美元
BB&T Corporation	Citigroup, Inc.	55亿美元
Bank of New York Corporation	Fifth Third Bancorp	11亿美元
Capital One Financial Corporation	GMAC LLC	115亿美元
The Goldman Sachs, Inc.	KeyCorp	18亿美元
JPMorgan Chase&Co.	Morgan Stanley	18亿美元
Metlife, Inc.	PNC Financial Services Group, Inc.	6亿美元
State Street Corporation	Regions Financial Corporation	25亿美元
U. S. Bancorp	SunTrust Banks, Inc.	22亿美元
	Wells Fargo & Company BHC	137亿美元

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results*, May 7, 2009.

就个体机构的测试情况来看（如图1－4），有10家机构需要扩大其普通股一级资本，以保证2010年年末其一级资本比率达到6%，估算结果表明，

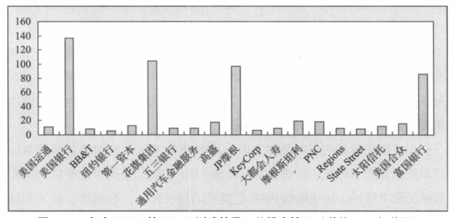


图1－4　各家BHCs的SCAP测试结果：总损失情况（单位：10亿美元）

资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results*, May 7, 2009.

该10家机构需要建立的资本缓冲与2008年年末风险权重资产的比重范围在0.9%～9.3%之间，与2010年第一季度末风险权重资产的比重范围在0.6%～6.6%之间。

（二）压力测试的未来改进方向

危机过后，许多银行发现，董事会和高管层的介入对压力测试的操作有效性至关重要，并将测试结果融入决策。当前的压力测试框架必须首先从风险表述、风险范围最为基础的两方面得到提升，一些银行也开始涉及了对特定风险的压力测试①。总体来说，对大型银行未来压力测试的改进建议主要包括如下几方面。

第一，金融机构应该构建全面的压力测试体系，积极管理极值风险，将其很好地融入银行的风险管理框架中。全面的压力测试体系不仅包含各类计量工具，也包含一整套应对极值风险的政策、制度、流程和预案，其理念深植于日常经营管理流程当中。此外，银行应具备充足的设备，保持定期更新其压力测试框架，压力测试的有效性，及其各个主要部分的稳健性，应该定期独立评估。

第二，压力测试能够覆盖复杂、新型的产品带来的各种风险，以及融资和资产市场压力，比如市场流动性的减少对这些风险暴露定价的影响。对于证券化资产的压力测试，应着重考虑潜在资产的系统性风险暴露、相关合约协议和嵌入的触发点、杠杆的影响及其发行结构的从属层次。

第三，银行应提升其压力测试方法，如设计符合创新产品结构特点的测试方法，并定期回顾与评价风险缓释技术相关的潜在操作错误风险。

① BCBS, *Principles for Sound Stress Testing Practice and Supervision-Consultative Document*, Bank for International Settlements, 2009.

第四节　流动性风险管理面临的挑战

2008年以来的全球金融危机中，银行部门所面临的最大问题就是流动性短缺，各国中央银行为了维护金融体系的正常运行，为银行部门提供了规模空前的流动性支持，即便如此，依然有许多银行难逃破产厄运，被迫合并或被收购。在危机之前数年，流动性风险状况及其管理并未得到重视。此次危机证明了流动性冲击突发导致后果的严重性，也对银行部门的流动性管理提出了新的要求。

随着金融创新产品的普及和跨国业务的兴起，商业银行的流动性特征出现了明显的变化，表外资产与境外业务占据愈来愈大的分量。从次贷危机中可以看到，目前商业银行流动性风险管理与监管的困难主要体现在表外业务和境外业务上，短期融资、长期贷款造成的期限错配格局使得银行愈来愈容易受到流动性的冲击。基于此，巴塞尔委员会亦明确了未来流动性风险管理的挑战与努力方向。

一、商业银行表外业务的流动性风险

近些年来，银行融资越来越依赖于资本市场，随着金融工具复杂度的日益提高，对抵押物的需求和未来追加保证金的流动性需求也不断提高，而当前各国银行采用的压力测试极有可能低估了表外业务的流动性风险。表外业务流动性管理在以下几个方面可能面临挑战。

第一，对资本市场的融资需求增大。在过去10多年间，许多银行已经越来越多地使用资本市场进行融资，因此，对商业票据、回购协议和货币市场工具等批发融资来源的依赖程度提高，而货币市场工具在流动性风险管理方面往往比传统的零售存单表现得更为脆弱。

第二，证券化资产迅速增长。资产证券化可以大规模地扩展银行的融资来源，银行可以通过购买和分配第三方资产增加收入，越来越依赖于金融市场的稳定性。一旦市场出现流动性冲击，由于银行之间往往交叉持有资产，导致对风险分布的确认更加困难。另外，一些形式的证券化资产，例如，资产支持商业票据（ABCP）直接导致了或有流动性风险（Contingent Liquidity Risk），银行可能在压力时期突然追加流动性偿还。

第三，越来越复杂的金融衍生工具数量出现爆炸式增长。例如，信用违约掉期（CDS）的名义价值从2005年中的7.7万亿美元到2008年中的45.9万亿美元，增长了5倍。复杂的金融工具使得银行流动性风险管理越来越困难：一是信用评级下调的条款和期权的认购特征等特定条款，使得这些工具流动性分布的评估面临困难；二是一些专门设计的金融工具交易并不活跃，难以作出二级市场流动性的价格评估；三是这些金融工具表现的历史记录时期往往较短，使得预测其未来现金流和与其他金融资产的相关性存在困难①。

二、境外业务

随着跨境资金流的增长，金融市场变得越来越全球一体化，一些银行对国际业务和国际市场的依赖程度也在不断提高，这也为银行机构的流动性风险管理带来困难，流动性冲击可能在不同市场及支付体系内迅速传递。对此，一些银行设计了“中央化”流动性模型，通过外汇交易市场或抵押物的跨境转移，用一种货币来补足另一种货币的短缺。这些银行需要在其流动性管理过程中考虑海外市场的情形，及其自身进行资金转移的时点；在压力时期，由于各国的监管方都需要足够的流动性以支持本地业务，资金的跨境流动可能存在一定困难。因此，对于商业银行来说，开展跨境业务最重要的就是需要详细了解各国的监管政策及其实施情况。

主要参考文献

[1] BCBS, *Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the*

① BCBS, *Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges*, Bank for International Settlements, Feb., 2008.

Trading Book-Consultative Document, Bank for International Settlements, July, 2009.

[2] BCBS, *Principles for Sound Stress Testing Practices and Supervision-Consultative Document*, Bank for International Settlements, January, 2009.

[3] BCBS, *Sound Practices for Backtesting Counterparty Credit Risk Models*, Bank for International Settlement, April, 2010.

[4] Bieri, D. S., *The Basel Process, Financial Stability, and the Age of Turbulence*, School of Public and International Affairs, Virginia Tech Working Paper, 2008.

[5] Caruana, J. and A. Narain, *Banking on More Capital, International Monetary Fund Finance and Development*, Vol. 45 No. 2, 2008.

[6] Drumond, *Bank Capital Requirements, Business Cycle Fluctuations and the Basel Accords: A Synthesis*, FEP Working Papers No. 277, 2008.

[7] Financial Accounting Standards Board, *Determining the Fair Value of a Financial Asset When the Market for That Asset Is Not Active*, FASB Staff Position No. 157 - 3, 2008.

[8] Matherat, S., *Fair Value Accounting and Financial Stability: Challenges and Dynamics*, Financial Stability Review No. 12 - Valuation and Financial Stability, 2008.

[9] Nouy, D., *Supervisory Perspectives*, Journal of Financial Stability, September, 2008.

[10] Rochet, J. C., *Procyclicality of Financial Systems: Is There A Need to Modify Current Accounting and Regulatory Rules?* Financial Stability No. 12 - Valuation and Financial Stability, 2008.

[11] Vinals, J., *Improving Fair Value Accounting*, Financial Stability No. 12 - Valuation and Financial Stability, 2008.

[12] Wellink, N., *The Importance of Banking Supervision in Financial Stability*, Bank for International Settlements Review 138, 2008.



第二章

巴塞尔协议Ⅲ的新进展及其影响



次贷危机带来了对全球金融监管框架的反思，2010 年 9 月出台的巴塞尔协议Ⅲ，全面改善了原有协议的资本框架和资本充足率要求，强调了普通股的重要性和逆周期审慎的重要性，并引入防范系统性风险和流动性风险的新指标，降低了金融行业的经营杠杆，有可能推动全球金融新一轮的改革和增资进程。

2008 年以来的全球金融危机的爆发，促使全球金融监管当局反思监管框架并加强了对大型金融机构的监管，尤其是系统性风险的防范问题，对次贷危机和巴塞尔协议Ⅱ的争议和反思，直接推动了巴塞尔协议Ⅲ大致内容的迅速出台。在次贷危机之后，新协议的补充文件主要集中在公允价值的度量和建模、健全流动性监管的若干原则和额外风险要求准则等①。而这次新协议所进行的大规模监管改革，主要集中在以下领域：一是资本监管要求，包括资本的重新定义、资本留存缓冲、逆周期资本缓冲和杠杆比率；二是流动性监管要求，给出了流动性监管的一些工具；三是对巴塞尔协议Ⅲ的过渡期的时间表安排。巴塞尔协议Ⅲ从 2009 年 7 月提出提案，到 2010 年 9 月决议通过，只用了不到一年的时间，体现了加强银行体系监管的重要性和紧迫性。到 2010 年年底，巴塞尔银行监管委员会（BCBS）将对新的资本要求进行微调，各银行逐步采用巴塞尔协议Ⅲ的实施标准。BCBS 仍然面临一系列有待解决的问题，例如国际会计准则的修订和监管资本认定问题，大机构的认定标准和系统性风险防范问题，影子银行体系的有效监管问题等。相信巴塞尔协议Ⅲ在不久的将来仍然会有较多修订和补充，它的推出和不断完善大大缓解了资本充足率的顺周期性并强化了对系统性风险的防范，必然给全球以及中国金融业带来持续而深远的影响。

---

① Blaise G., *Recent Initiatives by the Basel-based Committees and Groups* [J], Bank for International Settlements Quarterly Review, September, 2008.

第一节　巴塞尔协议Ⅲ对资本框架的再定义和新要求

巴塞尔协议Ⅲ在资本结构的框架方面发生了较大变化：一是一级资本尤其是普通股的重要性上升，二级、三级等较低级的资本重要性削弱；二是资本充足率的顺周期性下降，逆周期或者风险中立的资本要求明显上升；三是正视“大而不能倒”问题并提出了资本配置要求，旨在确保银行拥有稳健运行的能力。新资本结构框架包括更强的资本定义、更高的最低资本要求以及新资本缓冲引入的组合，将确保银行能更好地抵御经济和金融的紧张时期，从而促进经济增长（见表2－1）。

表2－1　巴塞尔协议Ⅲ资本框架的调整

资本要求和留存缓冲（所有数字为百分比）			
	普通股（扣除之后）／风险加权资产	核心资本（Tier 1）／风险加权资产	总资本/风险资产
最低资本要求	4.5	6.0	8.0
资本留存缓冲		2.5	
最低资本要求＋资本留存缓冲	7.0	8.5	10.5
逆周期缓冲范围		0～2.5	
系统重要性银行资本要求		1	

资料来源：BCBS, *Group of Governors and Heads of Supervision Announces Higher Global Minimum Capital Standards*, September 12, 2010.

一、巴塞尔协议Ⅲ对资本框架的重新定义

在原有的资本框架定义中，简单清晰的以普通股为主的一级资本比重趋

降；日益复杂的、在金融体系中相互融资的二级资本，以及更低级的抵御市场风险的三级资本却占据了大部分的资本构成。这使得原巴塞尔资本充足率具有明显的顺周期性和公众难以理解的复杂性。巴塞尔协议Ⅲ大大简化了资本框架的定义，重新突出了普通股、资本缓冲等的重要性。巴塞尔协议Ⅲ对银行资本进行了如下重新定义①：

第一，银行的一级资本必须充分考虑在“持续经营资本”（going concern capital）的基础上吸收亏损，其核心形式是普通股和留存收益，剔除少数股东权益、无形资产等项目；不满足普通股核心资本标准的资本工具，自 2013 年 1 月 1 日起，将不计入普通股核心资本。

第二，二级资本在银行“破产清算资本”（gone concern capital）的基础上吸收损失，并取消了二级资本结构中的所有子类别。

第三，银行的三级资本被废除，以确保市场风险要求下的资本质量与信贷和操作风险要求下的资本质量看齐。

相对于巴塞尔协议Ⅱ的资本充足率要求，巴塞尔协议Ⅲ规定，截至 2015 年 1 月，最高亏损吸收资本形式——由普通股构成的核心一级资本占银行风险资本的下限将从现行的 2% 提高至调整生效之后的 4.5%；包括普通股和其他基于更严格标准的合格金融工具的一级资本，在同期内将从 4% 提高到 6%。这种对资本框架的再定义简化了资本结构、降低了附属资本的地位，突出了股东必须对银行直接承担风险的原则，缩减了银行业利用复杂资本结构向市场或者政府转嫁风险的空间。

然而，巴塞尔对监管资本框架的再定义也存在一些挑战，其中各国会计准则的差异性问题较为棘手，例如国际财务报告准则（IFRS）和美国会计准则（US GAAP）便存在相当多的不一致。巴塞尔协议问世以来，从国际会计准则 IAS34 到 IAS39，巴塞尔不断向国际会计准则理事会（IASB）提出对会计准则的修改建议，例如针对 IAS39，G20 和巴塞尔委员会均就改善拨备、公允价值衡量和信息披露等相关问题给出了建议，以使各国金融监管当局对监管资本的定义和计量建立在相似的会计准则基础之上②。

---

① BCBS, *The Basel iii Accord*, From the Basel iii Compliance Professionals Association (BiiiCPA) [EB/OL], http://www.basel-iii-accord.com, September, 2010.

② BCBS, *Guiding Principles for the Replacement of IAS 39*, August 27, 2010.

二、资本留存缓冲被纳入资本框架

巴塞尔协议Ⅲ引入了全新的资本留存缓冲（Capital Conservation Buffer）要求，这一改变使银行必须在最低资本充足率的基础上，建立总额不低于银行风险资产2.5%的资本留存缓冲资金池，该留存缓冲在一级资本中表现为普通股权益。资本留存缓冲主要用于经济下滑时，缓冲金融危机给银行带来的资本损失。

第一，留存缓冲是为了确保银行维持一个恰当的资本缓冲区，银行在金融和经济紧张时期把资本缓冲抽出，用来吸收或有损失。资本留存缓冲和拨备率的明显区别在于：资本留存缓冲是相对风险资产总额提取的，拨备则是相对于不良资产提取的；资本留存缓冲因风险资产的增加而增加，拨备覆盖却有可能在拨备余额并无增加时，因资产不良率的下降，而出现拨备覆盖率虚增的现象。因此资本留存缓冲比拨备率具有更强烈的抵御周期能力。

第二，银行的监管资本率越接近于最低要求，其在收益分配上的限制就越大。一旦银行的资本留存缓冲比率达不到该要求，监管机构将强行限制其派息、回购股票以及发放红利等活动，从而加强银行抵御不良冲击的能力，确保在危机发生时能够独自应对，进而保护纳税人利益不受侵犯。这一机制可以防止一些银行在资本头寸恶化时也大量发放奖金和高红利的情况①。

这一规定将在2016年1月至2019年1月之间分阶段执行，至此银行普通股权益资本要求达到7%，目前也不排除未来巴塞尔协议Ⅲ对银行的贸易金融、衍生工具及证券化业务提出更高的资本要求的趋势。

三、逆周期资本缓冲成为备选工具

巴塞尔协议Ⅱ下银行采用可变的风险权重，监管资本对风险资产更为敏感，这可能导致商业银行对风险管理工具尤其是内部模型法的滥用，并以此放大杠杆节约资本，使得银行的资本充足率呈现更强的顺周期性，从而加剧

① 刘勇等．巴塞尔Ⅲ资本监管改革及其可能影响．中国金融40人论坛，2010－10－15．

了经济周期的演变乃至银行体系的波动。为了实现更广泛的宏观审慎目标，巴塞尔协议Ⅲ提出了0～2.5%的逆周期资本缓冲（Countercyclical Capital Buffer）作为备选工具的要求①。

第一，资本留存缓冲是有明确过渡期时间表安排的资本要求，各监管当局一旦接受巴塞尔协议Ⅲ就必须实施资本留存缓冲。但逆周期资本缓冲则是巴塞尔委员会的建议，各监管当局可以根据自身判断，决定是否引入该工具。

第二，逆周期资本缓冲主要针对的是一国信贷的高速扩张。银行在信贷高速扩张时期（经济上行期）计提超额资本，当信贷过快增长以至于系统性风险出现，在经济下行期银行得以将逆周期资本缓冲用于吸收损失，以维护整个经济周期内的信贷供给稳定。相当于普通股或其他完全亏损吸收资本的0～2.5%的逆周期缓冲，取决于各国经济状况。对一国而言，这种资本缓冲仅仅在"信贷增速过快并导致系统性风险扩张"的情况下有效，且逆周期缓冲一旦实施，将会带来留存缓冲范围的扩展。对于资本充足率低于2.5%的银行，其股息发放、股票回购以及现金红利都将受到不同程度的限制。该资本缓冲将于2016年开始实施，2019年完成。

① BCBS, *The Basel iii Accord*, From the Basel iii Compliance Professionals Association (BiiiCPA) [EB/OL], http://www.basel-iii-accord.com, September, 2010.

第二节　巴塞尔协议Ⅲ对系统性风险的高度关注和杠杆限制

次贷危机使得人们对系统性风险、大机构的风险高度关注。危机至今，监管当局倾向于认为“大而不能倒”的概念破坏了正常的监管规则。为处理“大而不能倒”问题，监管者需要一种特殊的处理程序，使其可以有序处理具有系统重要性的大机构，这就是所谓的“生前预嘱”及相关法律，G20 伦敦峰会上该设想得到了正面评价。美联储理事塔鲁洛（Daniel K. Tarullo）指出了“生前预嘱”的局限：一是很难预测出公司哪一部分在危机时面临压力最大，也不会知晓危机时的具体经济状况和市场状况如何；二是政府可能不愿意依赖一个濒临倒闭的金融公司制订的清算计划；三是机构的管理层可能会在计划中尽可能地保存股东权益。然而监管者对大银行进行有序地清算，几乎意味着消灭股东的利益①。

次贷危机之后，巴塞尔严厉批评大机构的复杂化往往是出于监管套利或税收方面的考虑，而不完全是出于竞争压力的创新，分拆已在所难免。巴塞尔委员会跨境银行处理组（CBRG）建议关注大型机构的复杂性和关联性问题，并建议应当简化大机构的组织结构。巴塞尔《跨境银行处理组报告及建议》中指出：某些大机构在金融体系中起到中枢作用，类似于基础设施或公共事业设施，因此应急处理计划应该成为复杂的大型跨国机构监管进程的一部分②。

巴塞尔协议Ⅲ的出台，很大程度上呼应了上述关注。危机中巴塞尔考虑

---

① DK Tarullo, *Supervising and Resolving Large Financial Institutions*, At the Institute of International Bankers Conference on Cross-Border Insolvency Issues, New York, November 10, 2009.

② BCBS, *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, September, 2009.

的是简化大机构的结构、让股东为机构倒闭买单以及通过“生前预嘱”引导有序破产。而在新协议中，对系统性风险的防范，直接体现在对具有系统重要性银行的特别资本要求以及对银行业的杠杆约束两方面。

一、对具有系统重要性银行的特别资本要求

巴塞尔协议Ⅲ引入了“系统重要性银行”（Systemically Important Bank）这一概念，对于业务规模较大、业务复杂程度较高、发生重大风险事件或经营失败会对整个银行体系带来系统性风险的银行，提出特别资本要求，使其具有超出一般标准的吸收亏损的能力。目前对如何定义大机构仍存争议，拟应从规模大小、业务的复杂度和关联度等多种因素来考虑。现在最简单的认定方式是按照资产规模来看，资产规模5000亿美元以上均可被归为此类①。

第一，对于“大而不能倒”的银行，该规则能够减少道德风险和对经济的冲击，降低系统性风险。监管机构主张使用目的在于增强非核心一级资本（Tier 1）和附属资本（Tier 2）的亏损吸收能力的资本工具，包括额外资本要求，即资本附加费（Capital Surcharges）、或有资本（Contingent Capital）和缓释债务（Bail-in Debt）的组合、流动性和其他谨慎性要求，或降低组织机构的复杂性②。此外，还要确保非稳健性监管资本的亏损吸收能力。

第二，新协议对系统重要性银行的附加资本充足率要求为1%，这一附加资本可以由非核心一级资本（即一级资本中普通股以外的部分）来承担。由于系统重要性银行的特殊地位，在实施时间和达标时间上，新协议要求上述系统重要性银行从2013年开始实施该资本要求，2018年达标。在新协议的压力下，大机构面临要么分拆，要么再融资并充实资本的压力。在未来，大机构的组织架构、业务类型、交易对手甚至薪酬结构等都有可能得到监管当局的重点关注。此外，金融机构自营交易的不断上升（high element of proprietary

---

① BCBS, *The Basel iii Accord*, From the Basel iii Compliance Professionals Association (BiiiCPA) [EB/OL], http://www.basel-iii-accord.com, September, 2010.

② BCBS, *Proposal to Ensure the Loss Absorbency of Regulatory Capital at the Point of Non-viability*, October 1, 2010.



trading）也令人不安，在美国新的金融监管法案中，以沃尔克规则（Volcker Rule）为基础，提出了将自营交易与商业银行业务适当分离的举措，尤其是限制商业银行利用参加联邦存款保险的存款，通过自营交易、投资于对冲基金和私募基金等“影子银行”。尽管迄今新协议对如何将“影子银行”纳入监管框架尚未出台正式修正稿，但相信沃尔克规则也会在巴塞尔协议Ⅲ中得到重视和体现。

二、基于风险中立的杠杆比率

巴塞尔协议Ⅱ的资本充足率要求导致了不正当激励问题，即基于风险的资本充足率往往被用于节约资本，增加杠杆。为了减少监管套利，新协议在最低资本要求之上补充了一个基于风险中立的杠杆比率（Non-risk-based Leverage Ratio），即设定一级资本占非权重资产的杠杆比率下限为3%。风险权重系数（RWA）是在巴塞尔协议Ⅰ中被首次引入的，而杠杆比率直接限定了金融机构不考虑风险权重的最大杠杆倍数，从宏观审慎角度使系统性风险得到了约束。同时，也间接地缓解了银行资本充足率的顺周期性问题。

在计算杠杆比率时，所有的表外资产必须通过一定的系数转化计算，同时衍生金融资产也需要计入。这一规则将在2013年至2017年期间进入“平行测试阶段（parallel run period）”，银行应从2015年开始公布其杠杆水平，委员会将结合平行测试的结果，于2017年上半年进行最终调整，杠杆比率上限将于2018年最终确定，并逐步纳入到新协议的第一支柱部分。风险中立的杠杆比率，使跨国银行试图通过复杂的内部模型法节约资本的做法，受到了很大限制。风险管理和计量技术不再能被滥用在节约资本上。

总体来说，巴塞尔新协议大大强化了对系统性风险的关注，降低了银行的经营杠杆，也弱化了银行资本充足率的顺周期性。一是正视系统性风险的防范，对具有系统性重要意义的大银行有了特别的资本补充要求；二是正视了内部模型法的缺陷，引入风险中立的系统杠杆比率，以限制银行通过计量技术降低风险权重并节约资本的做法。尽管如此，新的资本监管要求也存在一定的局限性：一是对上述措施可能会导致不同规模的银行受新协议影响不

一，同时这些措施是否激励相容也值得观察；二是由于金融集团资本要求的复杂性，上述监管规定是否能有效实施值得观察；三是更加严格的资本定义所带来的去杠杆化压力将导致银行业回报率下降，化解银行业有毒资产的过程将更为艰难。

第三节　强化流动性监管的框架和要求

在次贷危机爆发之前，全球并不存在一个统一协调的流动性监管标准，各国银行业的流动性监管制度虽各有不同，但都是建立在支持和保护其金融体系的安全和稳健的基础之上。2010 年 4 月巴塞尔委员会正式发布的《流动性风险计量、标准和监测的国际框架》（以下简称《国际框架》）被各国监管当局广泛使用①。大多数国家都采用了定量的监管指标，比如流动性比率、期限缺口比例等来衡量银行的流动性，少数国家还通过压力测试来建立流动性预警机制。

次贷危机后出现了强化流动性监管的趋势，下列流动性管理原则得到较多认同：一是在常态和压力状态下，均应保持足够的资本缓冲和充足的流动性；二是表外资产和负债应纳入监管过程；三是改善金融信息系统和压力测试对流动性风险管理不可或缺；四是合理的流动性管理要求透明的、多样化的资金来源和运用方式；五是监管者在流动性风险管理中扮演的角色至关重要②。

针对本次金融危机呈现出的流动性风险管理的粗放和低效性，《国际框架》中建议监管者采用下列四种监测工具，即合同期限错配、融资集中度、可用的无变现障碍资产以及与市场有关的检测工具，这些工具有助于监管者掌握银行现金流、资产负债表结构、可用无变现障碍抵押品和市场指标的信息③。2010 年 9 月 12 日，巴塞尔协议Ⅲ引入了全球流动性监管标准，并分阶

---

① BCBS, *International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*, December, 2009.

② Ben S. Bernanke, *The Supervisory Capital Assessment Program*, At the Federal Reserve Bank of Atlanta 2009 Financial Markets Conference, May 11, 2009.

③ 对资产和负债赋予不同的权重来表示压力情境。

段作了渐进安排。其中，流动性偿付比率（LCR）自2011年进入观察期，并于2015年达到最低标准；净稳定资金比率（NSFR）自2012年进入观察期，并在2018年以前达到最低标准。委员会将在过渡时期制订严格的报告程序并进行监控，在必要时发布这些结果。

一、新的流动性监管指标：流动性覆盖比率和净稳定融资比率

流动性覆盖率主要描述短期（30天以内）特定压力情境下，银行所持有的无变现障碍的、高质量的流动性资产数量，以此应对资金流失的能力。该比率一方面可以反映机构的个别情况，另一方面套用全球金融危机的历史数据也可以反映整个金融系统的情况。净稳定资金比率主要考核的是银行中长期（1年以上）的流动性，即各项资产和业务融资，至少具有与它们流动性风险状况相匹配的、满足最低限额的稳定资金来源（见表2-2）。

目前，巴塞尔委员会将两个流动性标准的指标最低值均设定为100%，并允许各国监管当局在此最低要求基础上增加额外的监管要求，如110%、120%等（见表2-2）。同时，还对流动性资产和负债界定了不同的权重和压力测试的场景，这有助于银行在常态和压力状态下，维持恰当的流动性。

表2-2 巴塞尔协议Ⅲ的流动性监管指标

项目	流动性覆盖率（LCR）	净稳定资金比例（NSFR）
公式	$\frac{\text{优质流动性资产储备}}{\text{未来30日的资金净流出量}} \geq 100\%$	$\frac{\text{可用的稳定资金（ASF）}}{\text{业务所需的稳定资金（RSF）}} > 100\%$
监管目标	短期流动性风险的监测	调整期限错配、稳定资金来源
分析基础	资产负债表	现金流量表
作用	保障银行基本的流动性	促进银行使用更长期的结构性资金来源以支持资产负债表内、表外风险暴露和资本市场业务活动
目的	通过确保机构拥有足够的优质流动性资源来提高应对短期流动性风险的能力	让银行运用更加稳定、持久和结构化的融资渠道来提高其在较长时期内应对流动性风险的能力，防止银行在市场繁荣、流动性充裕时期过度依赖批发融资

续表

项目	流动性覆盖率（LCR）	净稳定资金比例（NSFR）
对应的压力场景	（1）机构公众信用评级显著下降；（2）储蓄的部分损失；（3）无担保的批发资金的损失；（4）担保资金头寸的显著增加；（5）对衍生品交易提出追加抵押品的要求；（6）对契约型与非契约型的表外风险暴露提出高额提款要求	（1）信用等级被调低；（2）因风险造成的清偿或盈利能力下降；（3）突发事件造成银行的声誉损失或者社会信任度下降

资料来源：巴曙松等. 国际银行业的流动性监管现状与述评［R］. 中国金融40人论坛，2010－10－15.

二、流动性监管的辅助检测工具

除了流动性覆盖比率和净稳定融资比率这两个具有强约束力的标准外，巴塞尔协议Ⅲ还提出了若干辅助性的监测工具，以更好地获得关于银行现金流、资产负债结构的信息（见表2－3）。新的流动性监管框架和逆周期、注重系统性风险防范的思路一起，从宏观和微观两方面为审慎监管奠定了良好基础。

表2－3　流动性监管的辅助性监测工具

监测工具	作用
合同到期期限错配评估	基线评估，以了解银行最基本的流动性需求
资金集中度	对已知和潜在的交易对手、货币、市场和交易工具类别的批发融资集中程度进行分析，反映银行的资产负债表中的大型资产风险暴露分析结果
可用的未抵押资产	评估银行能够在市场上进行抵押或通过中央银行的常设信贷，在短期内筹得流动资金的资产水平
市场监控工具	鼓励监管机构定期收集市场数据，补充上述的其他三种监控工具，如大额存单展期、股价变动、各种波动度指标，及个别机构的消息

资料来源：根据BIS相关资料整理。

无论是强化系统性风险管理还是改善流动性风险管理框架，巴塞尔协议Ⅲ都面临着一个棘手的问题，即如何展开将“影子银行系统”（The Shadow Banking System）纳入监管范围，包括投资银行、对冲基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资工具（SIV）等非银行金融机构。影子银行系统通

常杠杆更高、业务更为复杂和高度关联，资本补充机制和流动性管理机制也更为脆弱。一般认为影子银行系统从2000年开始加速发展，到次贷危机前，其融资总额已和商业银行系统相当。尽管目前影子银行系统仍然处于去杠杆化的过程中，美国等也已经提出要对影子银行系统实施更为严格的监管，但其对系统性风险和流动性风险的负面影响仍然存在，BCBS要想在未来形成一个覆盖影子银行系统的监管框架仍然相当艰难，需要国际社会更广泛的努力①。

---

① Paul Tucker, *Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability*, Bernie Gerald Cantor (BGC) Seminar, London, January 21, 2010.

第四节 巴塞尔协议Ⅲ主要规则的过渡期安排

巴塞尔协议Ⅲ将于一系列不同的过渡期内分阶段执行，这种安排有助于确保银行界能通过合理的留存收益和资本筹集，应对更高的资本标准，使得全球银行业在满足更高要求的同时保持合理的盈利水平并进行融资，为经济发展提供信贷支持。所有成员国将从 2013 年 1 月 1 日开始执行新协议内容，并且必须在此日期之前将新协议规则写入国家法律规范和相关规定当中。各项规则的最终落实期虽有所不同，但最晚均于 2019 年 1 月 1 日前实施[①]（见表2－4）。

第一，核心资本要求的提高。不包括资本缓冲在内的普通股占风险加权资本的比率和核心资本比率要求，将在 2013 年 1 月至 2015 年 1 月逐步落实。2013 年 1 月 1 日，最低普通股要求将从目前 2% 的水平提高到 3.5%，核心资本要求将从 4% 提高到 4.5%；2014 年 1 月 1 日，银行将面临 4% 的最低普通股要求和 5.5% 的核心资本要求；2015 年 1 月 1 日，银行面临 4.5% 的最低普通股要求和 6% 的核心资本要求。总的资本要求将继续保持在目前 8.0% 的水平，不需要改变。

第二，对资本监管框架的调整。即从普通股当中扣除的部分，包括总额超过 15% 的对金融机构投资的限制、抵押服务权以及来自时间差异的递延所得税，将于 2014 年 1 月至 2017 年年底之间逐步扣减。从 2014 年 1 月 1 日起，对普通股中需要扣除的部分进行 20% 的扣减，2015 年 1 月达到 40%，2016 年 1 月达到 60%，2017 年 1 月达到 80%，直至 2018 年 1 月 1 日全部扣除。在此过渡时期，剩余未从普通股中扣除的部分，将继续遵照各国现有的处理方式。

---

① BCBS, *The Basel iii Accord*, From the Basel iii Compliance Professionals Association (BiiiCPA) [EB/OL], http://www.basel-iii-accord.com, September, 2010.

表 2－4　巴塞尔协议Ⅲ各项规则的分阶段安排（阴影为过渡期）

指标＼时间	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019年起
杠杆比率	监管监测期		过渡期为 2013 年 1 月 1 日——2017 年 1 月 1 日，从 2015 年 1 月 1 日起开始披露					纳入第一支柱	
最低普通股充足率			3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
资本留存缓冲						0.625%	1.25%	1.875%	2.50%
最低普通股充足率＋资本留存缓冲			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
核心资本中普通股的扣减项*				20%	40%	60%	80%	100%	100%
最低核心资本（一级资本）充足率			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
最低总资本充足率			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
最低总资本充足率＋留存缓冲			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%
逆周期资本缓冲						0.625%	1.25%	1.875%	2.5%
系统重要性银行附加资本要求						1%	1%	1%	1%
不属于非核心一级资本和二级资本的资本工具的过渡期			从 2013 年起，分 10 年逐步取消；固定面值在 2013 年之前仍未偿付的，被认定为原面值的 90%，此后每年减少 10%						
总的资本充足率＊＊			8.0%	8.0%	8.0%	10.25%	11.5%	12.75%	14%
流动性覆盖比率（LCR）	观察期				引入最低标准				
净稳定融资比率（NSPR）		观察期						引入最低标准	

注：＊核心资本中普通股的扣减项包括递延所得税限额、抵押服务权等；＊＊总的资本充足率＝一级资本充足率＋资本留存缓冲＋逆周期资本缓冲＋系统重要性银行附加资本要求。

资料来源：BCBS，*Group of Governors and Heads of Supervision Announces Higher Global Minimum Capital Standards*，September 12，2010.

第三，对资本留存缓冲的落实更为宽松。银行可以在 2016 年 1 月至 2019

年1月期间分阶段落实。从2016年占风险资产的0.625%开始，往后每年增加0.625个百分点，并于2019年达到最终占风险资产2.5%的水平。监管机构可以考虑加快建立资本缓冲保护，酌情制订更短的过渡期限。已经满足了在过渡时期的最低比例要求，但仍低于7%的普通股目标（最低普通股充足率加上资本留存缓冲）的银行，应保持审慎的收入策略以尽可能快地满足留存缓冲区的要求。

第四，不属于非核心一级资本和附属资本的资本工具，将从2013年1月1日起，分10年逐步被淘汰。如果这些工具的固定面值在2013年1月1日之前仍未偿付，则从即日起，它们将被认定为原面值的90%，并在其后的每年减少10个百分点。此外，具有赎回激励的工具也将在其有效期内被逐步淘汰。尽管存在长达8年左右的过渡期安排，但新协议本身处于不断补充、完善和扩展的进程中，其对全球银行业的未来格局的影响也在加深。

第五节　巴塞尔协议Ⅲ对全球金融监管的初步影响

巴塞尔委员会此次制订的新协议，旨在促使各国商业银行减少高风险业务，提高抵御金融危机的能力，并确保银行持有足够的储备金，在发生金融危机时能够不依靠政府救助而独自应对危机。新协议尚未正式获批实施，已引起全球金融界的广泛讨论，在短期和长期内必然给全球金融业带来持续而深远的影响。

一、新协议对国际银行业的可能影响

巴塞尔协议Ⅲ要求提高银行持有资本金的水平，以抵御银行未来的运营危机。多数人士认为，即将实施的新资本标准将大幅增加银行的运营成本，并给信贷活动带来限制，对实体经济的负面影响不可避免。也有观点认为，新资本监管规则旨在促使银行拥有更强动力来改变银行业务发展模式，使成本节约较之规模扩张更为重要。

第一，全球银行业面临较大的融资压力，欧洲银行业最受冲击。对于未达到新协议改革条件的银行，可能还需要从市场上筹措资金。未来几年，为了监管达标，全球银行业需要从不同途径融资高达上千亿美元。受冲击最大的应该是欧洲银行业，如果普通股核心资本充足率为5%，则需要融资300亿美元，7%的话就需要融资570亿美元①。而欧债危机的阴云并未完全消散，股票市场尚未回暖，欧洲银行业通过资本市场融资扩充资本金的难度较大。

第二，银行资本的新标准太过严苛，将对经济造成很大的影响，可能会

① 瑞银证券．银行业监管：巴塞尔协议Ⅲ资本充足率．瑞银证券研究报告，2010－9－10.

抑制对经济增长和新增就业至关重要的资本供应①。新的普通股资本充足要求达到7%的高水平，将提高借款者的借贷成本，并限制银行的放贷，从而将减弱经济复苏力度。

第三，新的资本结构影响到金融部门的商业模式和业务模式。一是相对于原来交易资本金非常少的情况，银行现在的交易必须要考虑对手方的风险，需要更多资本金的支持；二是长期贷款需要一定的或有资本金（Contingent Capital），以应对周期性的风险，使得银行的资本结构、资本分配发生改变，银行自营交易规模、银行通过参控股向影子银行系统渗透的趋势将受到遏制，银行资产表外化的趋势也会逆转，这些均将改变商业银行的业务模式。

第四，新协议可能导致国际监管的短期套利。新协议中资本金的标的、质量，流动性的短期、长期指标以及杠杆率，这些指标对不同规模的银行和非银行金融机构之间的监管力度不一致，在各个国家实施的时间点不一样，可能导致对于国际监管框架的套利②。

然而也有观点认为，只要措施得当，新协议将有利于长期金融稳定和持续的经济增长。一是新协议的资本金要求将促使资本市场不断活跃，有利于银行体系的长期稳定发展。商业银行更多的流动性缓冲，将来源于更稳定、更长期的资金需求，从而改变银行的传统经营模式，优化银行体系的发展结构③。二是新协议将促进银行吸引资本的模式发生改变。传统的提高股权回报的方式将逐渐被其他方式取代，由于拥有更多资金的银行将更安全，盈利波动性较小，投资者将降低股票投资回报率，转而通过提高银行声誉、增加银行股本等举措来降低银行的融资成本。

二、新协议对中国银行监管的可能影响

对于中国银行业而言，巴塞尔协议Ⅲ本身的影响微小，但新协议或影响

---

① Tim Ryan, *SIFMA CEO Tim Ryan Statement on Basel Committee Announcement*, September 12, 2010.

② 朱民．巴塞尔协议Ⅲ将使部分金融机构再融资．2010天津夏季达沃斯论坛发言，2010－9－13.

③ BCBS, *The Basel iii Accord*, From the Basel iii Compliance Professionals Association (BiiiCPA) [EB/OL], http://www.basel-iii-accord.com, September, 2010.

国内监管思路。按照巴塞尔协议Ⅲ的要求，国内监管机构制定了更为严格的新规，主要涉及资本要求、杠杆率、拨备率和流动性要求四大方面（见表2－5）。

表2－5 系统性银行资本监管指标对比

<table>
<tr><th rowspan="2">指标体系</th><th rowspan="2">具体指标</th><th rowspan="2">我国监管部门要求</th><th rowspan="2">BaselⅢ要求</th><th colspan="2">达标时间</th></tr>
<tr><th>我国监管部门</th><th>Basel Ⅲ</th></tr>
<tr><td rowspan="6">资本充足率</td><td>普通股核心资本</td><td>最低6%</td><td>最低4.5%</td><td rowspan="6">2011年开始实施，2012年达标</td><td rowspan="2">2013年1月1日－2015年1月1日</td></tr>
<tr><td>一级资本</td><td>最低8%</td><td>最低6%</td></tr>
<tr><td>总资本</td><td>最低10%</td><td>最低8%</td><td>2019年前仍为8%</td></tr>
<tr><td>资本留存缓冲</td><td>0～4%（必要时可达5%）</td><td>2.5%</td><td>2016年1月1日－2019年1月1日</td></tr>
<tr><td>逆周期资本缓冲</td><td>尚未确定</td><td>0～2.5%</td><td>2016年1月1日－2019年1月1日</td></tr>
<tr><td>系统重要性银行附加资本</td><td>1%</td><td>1%</td><td>2013－2018年间逐步实施</td></tr>
<tr><td>杠杆率</td><td>核心资本/未加权表内外资产</td><td>最低4%</td><td>最低3%</td><td>2011年开始实施，2012年年底达标</td><td>2013－2018年间逐步实施</td></tr>
<tr><td rowspan="2">拨备率</td><td>拨备/信贷余额</td><td>最低2.5%</td><td></td><td>2011年开始实施，2012年年底达标</td><td rowspan="2">2013－2018年间逐步实施</td></tr>
<tr><td>拨备覆盖率</td><td>最低150%</td><td></td><td>已实施，动态调整</td></tr>
<tr><td rowspan="2">流动性</td><td>流动性覆盖率</td><td>最低100%</td><td></td><td rowspan="2">2011年开始实施，年底达标</td><td>2015年开始实施</td></tr>
<tr><td>净稳定融资比率</td><td>最低100%</td><td></td><td>2018年开始实施</td></tr>
</table>

注：我国监管部门的监管标准建议根据公开资料整理归纳，目前只是监管部门的建议，具体标准和实施时间还需以监管部门后续的相关文件和政策为准。

资料来源：刘勇等．巴塞尔Ⅲ资本监管改革及其可能影响［R］．中国金融40人论坛，2010－10－15.

第一，目前中国银行业的资本充足率监管标准以及实际充足率，均处于较高水平。中国主要商业银行资本充足率以及核心资本充足率均已超过巴塞尔协议Ⅲ所规定的下限，故核心资本充足率提升对我国银行业影响不明显。

中国银监会目前规定国内大型银行的资本充足率下限为11.5%，核心资本充足率不低于7%，而巴塞尔协议Ⅲ中这两个指标分别为8%和6%，即便巴塞尔新协议马上执行，国内资本充足标准仍高于国际标准。

第二，如果中国的银行监管要求随着新协议而明显提高，那么银行将面临补充资本的压力。一是银行规模扩张节奏放缓。2009年10万亿的贷款使得银行业平均资本充足率由2008年年底的12%下降到2009年年底的11.4%，严格的资本计提要求和杠杆率要求，将大大抑制商业银行的信贷扩张冲动。新规中的普通股核心资本充足率、一级资本充足率和总资本充足率分别为6%、8%和10%，这一要求分别高于巴塞尔协议Ⅲ的4.5%、6%和8%。再加上0~4%的资本留存缓冲和1%的系统重要性银行附加资本要求，由于国内新规中的留存缓冲0~4%尚未确定，假设以巴塞尔协议Ⅲ所要求的2.5%为准，2012年年底，国有大型商业银行和大多数上市股份制银行资本充足率须达到13.5%（10%+2.5%+1%）；若以4%的最高限为准，上述银行资本充足率则最高须达到15%（10%+4%+1%），且这一数据还未考虑到巴塞尔协议Ⅲ提出的0~2.5%的逆周期资本缓冲。二是随着普通股在监管资本中主导地位的进一步确立，商业银行将面临更高的资本成本。考虑到在银行间市场发行的次级债，事实上形成了银行相互持债的附属资本虚增；考虑到新协议要求的缓冲资本要求和拨备覆盖的差异，这也会对中国银行业带来额外的补充资本的压力。银行将更多地通过扩大利润留存或股权融资方式筹资。地方政府不断参控股区域性银行的热情和能力可能会有所下降。

第三，新协议的其他监管指标，如杠杆率、缓冲资本和流动性指标等，也会对中国银行业有一定影响。监管机构对于杠杆率（核心资本/表内外总资产）提出最低4%的要求，也高于巴塞尔协议Ⅲ中3%的杠杆水平。其中，系统重要性银行需在2010年年底达标，非系统重要性银行可推迟至2016年年底。从目前国内银行状况来看，大中型银行杠杆率水平达到4%，小型银行约3.5%，似乎影响不大。如果大机构的认定最终并非单纯考虑规模，而是综合考虑业务的复杂性和关联性，那么，对中国五大全国性银行的影响也会小一些。此外，拨备率和流动性指标的完成时间均比巴塞尔协议Ⅲ的实施时限提前数年。新协议可能导致中国银行业杠杆率的进一步下降，资本补充压力的上升，以及系统性风险防范能力的增强，银行的总资产收益率、资本收益率

也都有下调的压力，银行信贷融资占全社会融资的比重有可能缓缓下降，增加了货币政策调控和银行监管的难度。

综上所述，巴塞尔协议Ⅲ给全球银行业带来的影响才刚刚开始。一是全球银行业在改善资本结构和补充资本规模、加强系统性风险和流动性风险防范的同时，在漫长的过渡期内全球银行业都会放缓增速加强调整；二是不同区域和不同规模的银行承受的压力不同，其中新兴国家和较小规模的存款性机构受到的压力可能小一些，创新的空间也更大一些；三是新协议仍然在不断完善之中，诸如会计准则的调整、自营业务的限制和影子银行系统的监管、对表外产品表内化和复杂衍生品的监管等仍有待深化，如何将非银行金融机构全面纳入监管框架仍有待时日。

主要参考文献

[1] Ben S. Bernanke, *The Supervisory Capital Assessment Program*, At the Federal Reserve Bank of Atlanta 2009 Financial Markets Conference, May 11, 2009.

[2] Blaise G. , *Recent Initiatives by the Basel-based Committees and Groups*, Bank for International Settlements Quarterly Review, September, 2008.

[3] BCBS, *Guiding Principles for the Replacement of IAS 39*, August 27, 2010.

[4] BCBS, *Group of Governors and Heads of Supervision Announces Higher Global Minimum Capital Standards*, September 12, 2010.

[5] BCBS, *International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring*, December, 2009.

[6] BCBS, *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, September, 2009.

[7] BCBS, *The Basel iii Accord*, From the Basel iii Compliance Professionals Association (BiiiCPA) [EB/OL], http://www.basel-iii-accord.com, September, 2010.

[8] BCBS, *Proposal to Ensure the Loss Absorbency of Regulatory Capital at the Point of Non-viability*, October 1, 2010.

[9] D. K Tarullo, *Supervising and Resolving Large Financial Institutions*, At the Institute of International Bankers Conference on Cross-Border Insolvency Issues, New York, November 10, 2009.

[10] Paul Tucker, *Shadow Banking*, *Financing Markets and Financial Stability*, Bernie Gerald Cantor (BGC) Seminar, London, January 21, 2010.

[11] Tim Ryan, *SIFMA CEO Tim Ryan Statement on Basel Committee Announcement*, *September* 12, 2010.

[12] 巴曙松等. 国际银行业的流动性监管现状与述评. 中国金融40人论坛, 2010-10-15.

[13] 刘勇等. 巴塞尔Ⅲ资本监管改革及其可能影响. 中国金融40人论坛, 2010-10-15.

[14] 瑞银证券. 银行业监管: 巴塞尔协议Ⅲ资本充足率. 瑞银证券研究报告, 2010-9-10.

[15] 朱民. 巴塞尔协议Ⅲ将使部分金融机构再融资. 2010天津夏季达沃斯论坛发言, 2010-9-13.



第三章

沃尔克规则和自营业务监管进展



资产证券化是20世纪70年代以来金融领域最重要的创新之一。次贷危机前，由于证券化无论给发起人还是投资者，都带来巨大好处，银行自营业务规模庞大。为了追求高收益，“大则不倒”银行涉足高杠杆业务，为政府和纳税人带来巨大风险。2010年1月美国提出“沃尔克规则”，建议银行分业经营，限制银行的自营业务，旨在减少银行破产对整个金融体系的冲击。本章对资产证券化带来金融机构的高杠杆率，推动金融机构的自营交易等问题进行分析，结合巴塞尔委员会对证券化内容的补充和修正，以及美国金融改革法案中的“沃尔克规则”，加强对金融机构自营交易的监管，得出金融机构在其发展规模、证券化操作和自营交易等方面的未来发展趋势。



第一节　证券化与金融机构的高杠杆

次贷危机期间，全球金融机构经历了痛苦的去杠杆化过程。关于金融机构高杠杆率的形成机制缺乏相关研究，金融中介机构高杠杆率形成动力何在？证券化与高杠杆率有何关系？

一、证券化可能增加信贷供给水平

在传统银行系统中，银行吸收存款、发放贷款，并持有贷款资产至到期日，存贷利息差成为银行收入的主要来源。在存款一定时，银行发放的贷款越多，收入也越多。为了提供流动性，控制风险和保护存款人的利益，银行应满足巴塞尔协议Ⅲ的最低资本要求，即资本充足率仍为8%，其中普通股资本充足率提升至4.5%，一级资本充足率由4%提高到6%。保持银行资本不变，通过把高风险资产转化为低风险资产，降低风险加权资产，从而提高银行的资本充足率，这正是银行进行资产证券化的主要动力之一。

与资本充足率相关的杠杆率，是指金融机构资产负债表的资产和权益资本之比。两者最大的差异在于，杠杆率不考虑不同资产风险程度的差异，只计算表内项目，计算依据是公开的财务报表，与商业银行内部风险计量和评估程序无关。目前，大部分银行既受到资本充足率的监管要求，也受到杠杆率的监管要求。无论从整个行业还是单个机构来看，资产证券化提供了增加信贷供给水平的可能：

第一，从银行系统来看，最终借款人的贷款资金一是来自整个部门的自有资本，二是来自部门外资金。银行系统外借资金越多，其增加信贷供给的可能性越大。资产证券化为银行提供了外部资金来源的新渠道。

第二，从单个银行机构来看，资产证券化对信贷供给的影响主要表现在

三个方面：一是银行通过证券化来调整资产构成，将风险过高的资产出售，或通过信用衍生产品，将风险移出资产负债表，降低资产敞口风险等级，从而提高资本充足率和信贷供给能力；二是商业银行通过创造新的贷款，将其资产证券化出售给投资者，从中获得丰厚的服务费用和资产管理费用；三是商业银行直接通过证券化融资，如发行 ABCP，再利用该资金购买贷款支持债券。放贷机构利用资产证券化增加信贷供给，最终放大整个中介机构的杠杆率。

二、积极的资产负债表管理使得较高杠杆率成为可能

从 20 世纪 80 年代起，美国逐步放松金融管制，实行金融自由化，主要表现在利率自由化导致的混业经营，以及资产价格变化引起的表内外业务转移。

（一）利率自由化推动积极的资产负债表管理

利率自由化措施很多，如取消 Q 条例、业务自由化，以及打破银行业和证券业的从业界限等，使得借款者以更低的成本筹集资金，更多的投资选择加大金融机构之间的竞争。

在巴塞尔协议Ⅲ的资本监管下，金融机构通过实行积极的资产负债表管理即充分扩大资产规模，提高杠杆率，来获得高回报。

首先，考虑测量风险变化的情形，金融机构根据风险计量模型 VAR 计算风险暴露头寸，假定为 $V \times A$，其中 V 为金融机构资产的风险价值，A 为总资产。

其次，根据巴塞尔协议Ⅲ的资本要求，银行需要配备一定的资本金 E，如果资本金等于总的风险价值，即 $E = V \times A$，金融中介的杠杆率 $L = A/E = A/(V \times A) = 1/V$

由于测量的风险价值表现出逆周期特征，即当金融状况良好、资产价格高时，测量的风险价值低；经济衰退时，资产价格的剧烈变化使得风险价值提高①。假如银行保持资本金 E 不变，在经济高涨期，当测量的 V_1 降为 V_2，

① Greenlaw, D., J. Hatzius, and H. S. Shin, *Leveraged Losses: Lessons From The Mortgage Market Meltdown*, Proceedings of U. S. Monetary Policy Forum, pp: 36, 2008.

金融机构的资产规模由 A_1 升为 A_2，且 $A_1 \times V_1 = A_2 \times V_2 = E$，杠杆率由 $L_1 = 1/V_1$ 提高到 $L_2 = 1/V_2$。当经济处于衰退期时，情形恰好相反。积极的资产负债表管理使得金融机构的杠杆率与资产规模正相关，表现出顺周期性特征。

（二）资产价格波动引起金融中介机构资产负债表的变化

在公允价值会计准则下，投资银行的资产和商业银行的某些自营交易账户以市场价值记账。假设金融机构维持杠杆率为 10，拥有 100 元证券资产和 90 元债务，初始资产负债表为：

资产	负债与所有者权益
证券，100	股本，10
	负债，90

假设其他条件不变，证券价格上涨 1% 至 101 元，资产负债表变为：

资产	负债与所有者权益
证券，101	股本，11
	负债，90

此时，杠杆率下降为 101/11 = 9.18，要维持在 10，金融机构必须增加新的负债 D，并增加购买新的证券 D 单位：

$$L = A/E = (101 + D) / 11 = 10 \rightarrow D = 9$$

即证券价格上升 1 元，为维持相同的杠杆率，金融机构资产应增加 9 元。资产负债表变为：

资产	负债与所有者权益
证券，110	股本，11
	负债，99

相反，如果资产价格下降，金融机构进行相反操作，出售资产，归还部分负债。

积极的资产负债表管理机制使得金融机构在面对风险和资产价格变化时，资本金相应表现出剩余或不足。为了维持较高杠杆率而获得高回报，金融机

构不断调整资产规模：当资本金出现相对剩余时，扩大资产规模；资本金相对不足时，便出售资产，最终表现出资产与杠杆率同方向变化，这种正相关性得到了美国金融机构的验证①。

三、美国金融机构资产和杠杆率膨胀的具体表现

（一）金融机构信贷扩张与资产的膨胀

在积极的资产负债表管理机制下，当测量的风险较低时，证券化促使金融机构增加信贷供给，满足其资产规模膨胀的需要，这是证券化促使金融机构放大杠杆率的首要途径。

首先，证券化促使金融机构增加信贷供给，最好的例证就是次级抵押贷款的发放。次级借贷人对银行来说是风险极高的客户群，银行之所以贷款给他们，主要是因为通过证券化能够把风险转移给第三方而免遭借款人违约的损失。

其次，证券化促使金融机构增加信贷供给，这些信贷资产并没有真正出售给最终投资者，很大一部分留在金融机构尤其是杠杆化金融机构的资产负债表内。次贷危机前，有观点认为资产证券化可以转移银行的信用风险，使银行系统变得稳定，事实并非如此。证券化发行以次级贷款为抵押的债券，这些次级贷款仍在特殊目的机构（SPV）的资产负债表内。由于发起行对其提供流动性支持、信用增强、保留获得剩余索取的权力等，SPV 事实上仍存在风险暴露。同时，银行只是通过信用违约互换将部分次级抵押贷款风险转移出去，贷款仍在银行资产负债表内。

第三，购买 ABS、MBS、CDO 的投资者，虽然包括更能承受风险的基金公司，但更多的仍然是杠杆化的金融机构，包括投资银行、政府发行机构和商业银行本身。例如，在约 1.4 万亿美元的次级抵押贷款中，投资银行、商业银行、对冲基金等杠杆金融机构持有约 6710 亿美元，占总额的 49%，而共同基金、养老基金、保险公司等非杠杆部门只持有约 4720 亿美元，占 34.5%。

---

① Greenlaw, D., J. Hatzius, and H. S. Shin, *Leveraged Losses: Lessons From The Mortgage Market Meltdown*, Proceedings of U. S. Monetary Policy Forum, pp: 37 - 38, 2008.

考虑到国外杠杆化金融机构，总规模所占比重将达65.5%（见表3－1）。

表3－1　各机构持有次级抵押贷款敞口头寸情况

		次级贷款敞口头寸（10亿美元）	敞口头寸比例（%）	杠杆或非杠杆机构总额（10亿美元）	杠杆或非杠杆机构比例（%）
美国	投资银行	75	5.5	671	49
	商业银行	251	18.3		
	政府发行机构	112	8.2		
	对冲基金	233	17		
	保险公司	319	23.3	472	34.5
	金融公司	95	7		
	共同与养老基金	58	4.2		
非美国	银行	167	12.2	225	16.5
	对冲基金	58	4.3		
总计		1368	100	1368	100

数据来源：Greenlaw, D., J. Hatzius, and H. S. Shin, *Leveraged Losses: Lessons From The Mortgage Market Meltdown*, Proceedings of U.S. Monetary Policy Forum, pp: 36, 2008.

第四，信贷扩张尤其是次级抵押贷款的快速增长，归根到底是金融机构资产膨胀驱动的结果①。截至2007年第二季度末，美国证券化机构证券资产池（securitization pools）和主要依靠证券融资的机构总资产规模达到16.6万亿美元，远远超过了存贷机构的总资产规模12.8万亿美元。在存贷机构的总资产中，有很大比重的资产是证券类资产，进一步证实美国金融机构通过证券化带来了资产膨胀②。

第五，杠杆化金融中介机构的资金来源，主要通过金融机构间的相互借贷来支撑，最终通过发行短期债务来实现。以投资银行为例，募集资金的方式有三种：一是通过隔夜债券回购市场融通短期资金；二是发行期限为3～9个月的商业票据（Commercial Papers）；三是发行债券、股票、银行贷款等。

① Shin, H. S., *Securitization and Financial Stability*, The Economic Journal, 119 (3), pp. 309－332, 2009.

② Adrian, T., and H. S. Shin, *Money, Liquidity, and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 360, January, 2009.

正因为杠杆化金融机构间的交叉抵押贷款，甚至是重复抵押贷款（Re-hypothecation），使得杠杆效应乘数进一步放大。

（二）表内外证券化资产的膨胀

在美国房价上涨周期内，以次级贷款债券为代表的证券化产品价值不断提升，高回报诱使商业银行的自营业务部门纷纷借债买入证券化债券，证券化资产比重上升，这是证券化放大金融机构杠杆率的第二轮途径。

第一，从银行控股公司来看，虽然贷款和租约资产（loans and leases）仍为表内主要资产，但证券化资产同样占有重要地位，主要分布为交易性资产（trading assets）和其他证券资产（other securities），前者主要用于短期内出售，后者主要是持有到期和可供出售。

第二，投资银行中分布于各项资产的证券化资产比重更高，主要包括交易性资产（33.34%）、购买证券或借入证券的抵押协议（39.54%）和应收账款（12.15%）。在大银行控股公司的资产中，约36%以公允价值记账，约50%的资产以公允价值披露信息，而投资银行大部分资产都近似以公允价值计量[①]，因此，债券价格的变化导致投资者不断调整其资产负债表，通过证券化来扩大资产规模。

第三，表外证券化资产严重膨胀，其中投资银行和对冲基金的杠杆率最高，达27.1倍，政府发行机构达23.5倍，商业银行、储贷机构的杠杆率均在10倍左右（见表3－2）。许多银行通过设立表外投资实体来投资债券产品，机构杠杆率并没有真实反映其资产规模和权益资本的关系，一旦出现不利情形，许多银行出于信用支持协议和商誉考虑，将表外投资实体的债务并入表内，导致表内杠杆率迅速提高。

表3－2 美国杠杆化金融机构的杠杆率情况

金融机构	资产（10亿美元）	负债（10亿美元）	资本（10亿美元）	杠杆率
商业银行	11194	10050	1144	9.8
储贷机构	1815	1607	208	8.7

① Laux C., and C. Leuz, *Did Fair-value Accounting Contribution to the Financial Crisis?* Forthcoming in the Journal of Economic Perspectives, 2010.

续表

金融机构	资产（10亿美元）	负债（10亿美元）	资本（10亿美元）	杠杆率
信用联社	759	672	87	8.7
金融公司	1911	1720	191	10
投资银行/对冲基金	5597	5390	207	27.1
政府发行机构	1669	1598	71	23.5
总计	22945	21037	1908	12

数据来源：Greenlaw，D.，J. Hatzius，and H. S. Shin，*Leveraged Losses：Lessons From the Mortgage Market Meltdown*，Proceedings of U. S. Monetary Policy Forum，2008.

（三）对金融机构高杠杆现象的反思

银行试图通过资产证券化将风险转移给更能承受风险的终端投资者，但实际上这些资产仍然留在包含自身在内的杠杆化金融机构的资产负债表中。资产证券化解决了银行信贷资产期限长、流动性差的难题，但其他因素最终导致了本次金融危机。

一是证券化过程中频繁出现道德风险问题，主要包括贷款机构和评级机构的道德风险。首先是房贷经纪商和贷款机构的道德风险。由于贷出利率越高，贷款机构给予奖励越高，诱使经纪商给贷款公司带来大量高利率、高风险的问题贷款，且资产证券化使这些贷款机构失去了审慎考察贷款的激励和动力。其次，由于评级机构大部分收入来自发行方支付的评级费用，利益冲突使其对证券化产品的评级失去独立性，核心评级方法的不透明、监管不力使评级机构很容易出现道德风险。

二是公允价值会计准则不能真正反映资产的真实价值。在当前激励机制下，公允价值容易导致投资者过于关注短期表现并诱使各种异常行为，放大金融周期；当市场出现流动性短缺时，金融机构的非理性抛售致使资产价格直线下跌，从而不得不记录交易损失、计提巨额的资产减值，导致公允价值不能反映资产的内在价值。

三是监管捕获问题。次贷危机前，全球金融监管弱化，银行为绕开巴塞尔协议的资本管制进行大量表外投资，监管当局并未制止；场外衍生品的大量交易缺乏监管，各大投资银行表内债务的迅速增加得到当局的鼓励和允许；复杂产品的风险等信息披露不充分缺乏足够重视，出现监管捕获（regulatory capture）问题，即监管当局受利于利益集团，甚至代表其利益，导致监管的

无效率性。统计表明，2008 年美国金融、保险和房地产行业为政客游说活动提供资助高达 4.6 亿美元①。

① Goyal, A., *Regulatory Structure for Financial Stability and Development*, Indira Gandhi Institute of Development Research Working Paper 002, 2010.

第二节 “发起-配售”证券化与金融机构的自营交易

资产证券化使期限长、缺乏流动性的资产具有流动性，组合资产的风险得以分散。部分金融机构利用自有资金和融入资金直接参与证券化市场交易并承担风险的自营交易逐渐繁荣，华尔街的投资银行通过将自有资金投向股票、债券、金融衍生品和外汇交易等领域而在自营业务上赚取了大量利润。

一、“发起-配售”证券化流程与产品分类

各国资产证券化的模式各异，美国资产证券化的模式是“发起-配售”模式（originate-to-distribute model），相对于金融机构传统的“发起-持有”模式（originate-to-hold model）在发放贷款后自行持有贷款直至贷款到期，“发起-配售”模式是金融机构不持有贷款，而将其出售给第三方，第三方再以该资产未来可预期和稳定的现金流为支撑，发行证券出售给投资者。金融机构或发起人之所以要出售资产，目的是为了将资产排除在发起人的财产范围之外，免受发起人破产时被其债权人收回，从而以最少的成本实现最多的融资①。

（一）“发起-配售”证券化流程

正因为资产从发起人的资产负债表中移出，同时被确认为销售损益，这种模式常被称为“表外证券化”，具体表现为双层SPV结构下的证券化流程（如图3-1），这种模式被美国资产证券化广泛应用。

首先，在证券化过程中，发起人要构造一个需证券化的资产池。通常它

① 陈裘逸，张保华．资产证券化定义和模式的检讨——以真实出售为中心．金融研究，2003（10）．

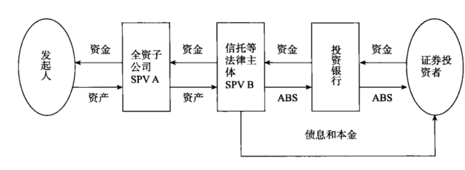


图3-1 双层SPV结构的证券化流程

会根据自身的融资要求，对所拥有的能够产生未来现金收入流的信贷资产汇集形成一个资产池，并根据历史经验数据对整个组合的现金流水平进行估算和考核。

第二，发起人将该资产池出售给某一机构，为了逃避所得税、印花税等税收成本，发起人通常会设置一个特殊目的机构。特殊目的机构A为发起人的全资子公司，发起人将资产出售转让给机构A，达到风险隔离目的，即发起人及其债权者就被置于不能收回转让资产的法律结构当中。同时，由于该机构为发起人的全资子公司，在美国联邦法律中这种资产转让不需要纳税。

第三，为了以该资产发行证券，还须设立特殊目的机构B，该机构通常为信托等法律主体，是一个壳公司，法律和财务上独立于发起人，其设置目的是根据某种转让协议从机构A获得资产的所有权或处置权。通过某种设计，机构A向B的资产转让并不构成法律上的真实出售，而只实现了会计上的真实出售。由于机构A不负债，故不存在申请破产的债权者；两个机构的业务范围都受到某种限制，从而隔离了特殊目的机构因无关业务带来的风险。

第四，机构B获得资产后，将通过内、外部信用提升相结合的方法对资产进行信用提升，使得发行的证券对投资者更具吸引力；再聘用信用评级机构对资产进行评级，与投资银行签订证券承销协议，销售证券，并将募集到的资金向发起人支付购买款。

最后，机构B还将委托金融机构（通常为发起人）管理资产，将收到的应收款向证券投资者进行支付，直至到期并清偿证券。

（二）证券化推动自营交易的主要类型

资产证券化的初期阶段仅限于房地产抵押贷款证券化，发展至今，从传统

证券化产品，到近年来的创新性证券化产品，证券化资产的种类已相当丰富。

第一，证券化基础资产从住房抵押贷款扩展到商业银行的各种贷款，具体包括一般抵押贷款、一般消费贷款、汽车贷款、学生贷款和贸易应收款等。这些证券化产品的共同特点是基础资产池由同类贷款组成，通常要求该类贷款数量较大（债务人数多于 1000 人）、涉及金额较多，才足以构造风险分散的资产池。一般消费贷款、汽车贷款、学生贷款和贸易应收款等支持债券被称为狭义的 ABS。

第二，证券化基础资产池扩展到由一系列信贷资产组成，典型产品是担保债务凭证（CDO）。CDO 近年来成长极为迅速，在美国次贷危机中扮演了重要角色。与 ABS 相比，CDO 的基础资产池是由不同种类的信贷（一系列贷款或一些债券）组成，可以是银行各种次级贷款、ABS（尤其是 MBS）、新兴市场债券甚至是其他 CDO 等。由于基础资产的分散化，CDO 资产池要求的债务人数比 ABS 少得多（通常为 100 ~ 200 人）。

具体来说，根据基础资产池的不同，CDO 可分为担保债务权证凭证（CBO）和担保贷款凭证（CLO）。CBO 的基础资产池主要是结构性金融产品，少数 CBO 由公司债、新兴市场债为支撑；CLO 的基础资产池主要是银行各种次级贷款，特别是高收益的杠杆贷款。此外，CDO 还包括基础资产是保险或再保险合同的担保保险凭证（CIO）、基础资产为信用衍生产品的担保合成凭证（CSO）等（见表 3 - 3）。

表 3 - 3　CDO 的主要类型

分类标准	类型	分类标准	类型
发行目的	资产负债表 CDO (Balance sheet CDO)	是否进行积极管理	静态型 CDO (Static CDO)
	套利型 CDO (Arbitrage CDO)		管理型 CDO (Managed CDO)
证券化方法	现金型 CDO (Cash CDO)	其他	如单级 CDO (Singled-Tranch CDO)
	合成型 CDO (Synthetic CDO)		
	混合型 CDO (Hybrid CDO)		
	市值型 CDO (Market Value CDO)		

第三，从发行目的来看，资产负债表 CDO 的发起人通常是信贷机构，将

资产从资产负债表中移出，转移信用风险；套利型 CDO 发行目的在于套取高收益基础资产和 CDO 等级证券相对低债息之间的差额。从全球市场来看，2004 - 2007 年，套利型 CDO 占绝大多数，比重均在 85% 左右①。

第四，从证券化方法上看，现金型 CDO 的发起人将基础资产的所有权转移给机构 B，由机构 B 以该资产为支持发行证券；合成型 CDO 的基础资产所有权并不发生转移，发起人通过与机构 B 签订信用违约互换（CDS）协议，将信用风险转移出去，机构 B 以 CDS 为基础，先发行证券，再用证券销售收入去购买无风险资产，资产数量与发起人的基础资产数量相等，当发起人面临违约损失时，机构 B 将利用资产池资产及其收入向发起人进行赔偿。

最后，资产支持商业票据（ABCP）也属于证券化产品的一种，具有以下特点：一是基础资产池来自金融机构和大型企业，甚至是多个中小企业，将自身拥有的或将来能够产生稳定现金流的资产出售给 SPV；二是 SPV 将这些资产作为支持发行商业票据，发行期限较短，通常在 90 ~ 180 天；三是滚动融资特征，票据到期时，可通过发行新商业票据来支付原投资者；四是通过严格的信用增级和 100% 的流动性支持，安全性较高②；五是新的 ABCP 投资工具都是具有高杠杆率的投资工具，一旦危机发生，损失将很严重。

二、“发起 - 配售”证券化的功能及其对金融机构自营交易的影响

证券化作为一种金融创新活动，为原始权益人提供低融资成本的融资工具，使其保持和增强自身的借款能力；银行等机构能够转移信用风险，提高自身资本充足率，并带来一定的服务费用等收益；增加了投资者的选择机会，降低投资风险，让投资者获得较高回报和较大流动性。因此，“发起 - 配售”证券化进入 20 世纪 90 年代以后得到迅速发展，2008 年年底美国发行的证券化资产余额达到 9.607 万亿美元，其中房利美、房地美等机构 MBS 余额为

---

① Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), *Global CDO Market Issuance Data*, 2007.

② Sarai, C. and V. R. Adrian, *Structured Finance and The Financial Turmoil of* 2007 - 2008: *An Introductory Overview*, p22, 2008.

5.048万亿美元，占证券化资产的52.5%；狭义ABS余额达2.658万亿美元，占比27.7%；商业银行等非机构住房抵押贷款支持债券（RMBS）余额1.275万亿美元，约占13.3%。在RMBS中，基础资产又分为优质住房抵押贷款（Jumbo）、一般信用抵押贷款（Alt - A）和次级抵押贷款（Subprime），次级债余额占总MBS余额2007年达到12%[①]。作为其中的佼佼者，高盛、摩根士丹利均因从事此类交易而获利丰厚，多数华尔街公司在股票交易上获得的利润绝大部分来自于自营业务和金融衍生品。

自营交易（proprietary trading）主要是指专营自营业务或兼营自营和经纪业务的投资银行以自主支配的资金或证券直接参与证券交易活动，并承担证券交易风险，包括做市业务和自营交易业务两种。在证券化极大发展的同时，金融机构自营交易日趋稳健，市场规模日益扩大。高盛、摩根士丹利等机构连接各自的自营股票交易业务，即每家银行的客户都能进入到其他银行的“暗流动性池”（dark liquidity pools），提高交叉收益，增强与不断增加的其他交易所的竞争力。但与此同时，自营业务收入相差悬殊，集中度也较高。

2010年前三季度高盛四部门合计的税前利润为101.32亿美元，其中投行部门占8.1%，机构客户服务占59.1%，投资管理占5.6%，而投资与借贷（自营）贡献了27.2%的税前利润。这意味着，自营投资是高盛第二大利润来源，地位举足轻重。然而，高盛2009年198.29亿美元的税前利润中，其他三部门均大幅盈利，唯有投资与借贷税前亏损6.6亿美元，其中股票投资亏损5.96亿美元；2008年年底，高盛的自营投资亏损高达135.4亿美元，其中股票投资亏损59.53亿美元，债务性投资亏损63.25亿美元。由此看来，对高盛甚至大多数金融机构来说，自营交易利弊并存。

次贷危机的爆发，不禁让人思考：美国“发起 - 配售”模式的资产证券化和金融机构自营交易应该为次贷危机负责吗？资产证券化和自营交易除了给发起人和投资者带来众多好处，是否也存在不足之处？

---

① Tran, H., *Unregulated Financial Products: Potential, Risk and Regulatory Reform*, The Institute of International Finance, March, 2009.

第三节　巴塞尔协议Ⅲ对证券化的补充指引

后危机时代对美国“发起－配售”模式的资产证券化进行反思，发现一系列有意义的结论。一是由于基础资产与系统性风险高度相关，证券化改变了资产池的风险分布；二是金融机构积极的资产负债表管理，刺激放贷机构利用证券化增加信贷供给，放大了整个金融机构的高杠杆率。巴塞尔委员会在汲取金融危机教训的基础上，对资本协议的部分内容进行调整，强化“三个支柱”的资本监管框架，增强新资本协议对证券化的风险捕捉能力①。

一、再证券化风险暴露的风险权重提高

将资产证券化头寸进一步拆分，打包形成的“再证券化风险暴露”，风险特征更加模糊，与系统性风险的相关性更大。巴塞尔协议Ⅲ对新增再证券化暴露的风险加权值进行修改，大幅度提高“再证券化风险暴露”的风险权重（见表3－4、表3－5和表3－6），且修改后的风险权重适用于银行交易账户和银行账户。

表3－4　内部评级法下长期评级证券化与再证券化暴露风险的权重（%）

	证券化暴露			再证券化暴露	
长期评级	优先级，分散	非优先级，分散	非分散	优先级	非优先级
AAA	7	12	20	20	30
AA	8	15	25	25	40
A＋	10	18	35	35	50

① BCBS, *Proposed Enhancements to the Basel Ⅱ Framework* (*consultative document*), www. bis. org, Jan., 2009.

续表

	证券化暴露			再证券化暴露	
A	12	20	35	40	65
A－	20	35	35	60	100
BBB＋	35	50	50	100	150
BBB	60	75	75	150	225
BBB－	100	100	100	200	350
BB＋	250	250	250	300	500
BB	425	425	425	500	650
BB－	650	650	650	750	850
以下级	扣减				

表 3－5　标准法下短期评级证券化与再证券化暴露风险的权重（%）

	证券化暴露			再证券化暴露	
短期评级	优先级，分散	非优先级，分散	非分散	优先级	非优先级
A1	7	12	20	20	30
A2	12	20	35	40	65
A3	20	75	75	150	225
以下级	扣减				

表 3－6　标准法下长、短期评级证券化与再证券化暴露的风险权重值（%）

长期评级			短期评级		
等级	证券化暴露	再证券化暴露	等级	证券化暴露	再证券化暴露
AAA—AA－	20	40	A－1/P－1	20	40
A＋—A－	50	100	A－2/P－2	50	100
BBB＋—BBB－	100	225	A－3/P－3	100	225
BB＋—BB－	350	650	其他	扣减	
B－以下	扣减				

注：优先级必须满足：(1) 基础资产债券非再证券化债券；(2) 债券为优先级。

资料来源：BCBS, *Proposed Enhancements to the Basel* Ⅱ *Framework* (*consultative document*), www. bis. org, January, 2009.

二、外部评级法对计提资本提出新的限制

针对外部评级方法的缺陷和利益冲突等问题，以及防止银行对评级结果的过度依赖，巴塞尔委员会对使用外部评级计量证券化资本要求设定了额外的限制条件。

第一，鉴于次贷危机之前，许多银行自身提供增信安排，导致信用评级的提高，从而带来资本优惠。新协议不允许银行再使用类似方法增强自身信用评级，应以增信前的等级计提资本，并对提供的流动性便利和信用增强计提资本要求。

第二，银行必须进行尽职调查，持续、及时地掌握基础资产池的风险信息、资产证券化的交易结构和风险特征，才能使用巴塞尔委员会关于证券化框架的各种方法，否则，必须对银行所持有的证券化暴露进行直接减扣。具体来说，银行应定期评估基础资产池贷款剩余期限、违约率、提前偿还率和贷款者的信用情况等，并对债券分级设计特征、现金流支付规则、信用增强和流动性支持等特征有透彻的了解。

三、提高流动性便利的信用风险转换系数的提高

次贷危机显示，银行为证券化交易提供了大量的短期流动性安排，包括流动性便利和信用增强，然而，市场流动性紧缩导致银行的这些短期流动性安排被迫长期化，从而放大了银行的风险。新协议提高了资产证券化涉及的流动性便利的信用风险转换系数。一方面，在标准法下，短期合格流动性便利的信用风险转换系数由20%提高到50%，修改后与长期合格流动性便利保持一致。此外，无论期限少于1年或多于1年的流动性便利，其信用转换系数统一提高到100%。另一方面，在内部评级法下，信用风险转换系数仍为100%，仅对优先级和非优先级流动性便利给予明确和区分。针对当且仅当市场出现混乱时提供的流动性支持，标准法下的信用风险转换系数仍为0，但必须满足新的安全保障条款；内部评级下以评级为基础的信用风险转换系数可提升至100%而并非只有20%。

四、重新正视证券化风险评估与管理

次贷危机导致金融机构产生严重损失，说明相关机构对交易产品的风险认识、度量、监督和控制等还很不够，巴塞尔协议Ⅲ对长期被业界所忽视的资产证券化环节中的风险评估和管理提出了更加具体的要求。

金融创新活动带来了巨大风险，主要包括：证券化产品暴露的信用风险、市场风险、流动性风险和声誉风险；基础资产的潜在违约和损失的风险；对特殊目的机构的授信和流动性便利等。金融机构在评估这些风险时不能仅依靠外部评级，而应对它们有充分理解，必要时可以借助评估模型和相关工具，具体做到：一是跟踪交易层面、单个业务条线和跨业务条线的资产证券化风险，并考虑市场崩溃的影响，制订审慎的应急计划；二是加强流动性风险管理，设置流动性风险上限，结合内部定价、绩效考核和新产品的批准和审核过程，对流动性的成本、收益和风险进行定量分析，从而使银行有充足的流动性经受一系列的压力冲击；三是突出了对声誉风险和隐性支持的关注，充分识别银行进入新市场、新产品和新业务领域带来的风险，并通过压力测试来评估其对声誉风险的影响。

五、强化资产证券化交易账户的信息披露

针对信息披露的不足，新协议要求商业银行披露交易账户中的资产证券化风险、发起表外实体的情况、资产支持性商业票据的流动性便利以及再证券化的风险暴露等信息，并对与证券化风险暴露相关的估值政策和假设要求，以及与资产证券化有关的进行中风险和库存风险等，作出更加细致的规定和补充。

第四节 沃尔克规则加强金融机构自营交易监管

一直以来讨论较多的是，衍生产品类等证券自营业务是否应该从传统银行业务中剥离出来，防止衍生产品在全球化金融危机中起到推波助澜的作用。行之有效的办法是在传统银行业务同证券业务、衍生产品业务之间建立防火墙。2010年提出的“沃尔克规则”，适时对大型金融机构监管、自营业务、衍生金融产品监管和对冲基金及私人股权基金等方面强化监管，以确保金融体系的稳定。

一、弱化了的“沃尔克规则”

沃尔克认为，商业银行的自营交易和投机活动存在不可避免的利益冲突，各国政府应采取适当措施限制商业银行的相关行为，市场将这些建议称为“沃尔克规则”（Volcker Rule）。“沃尔克规则”主张：一是禁止商业银行从事高风险的自营交易，将商业银行业务和其他业务分隔开来；二是反对商业银行拥有对冲基金和私人股权基金，限制衍生品交易；三是对金融机构的规模加以严格限制。

该规则限制商业银行的自营交易，禁止银行运营私募股权投资基金和对冲基金，并对大型银行的业务规模设限，旨在限制银行业的冒险活动，而这种活动被认为是导致本次金融危机发生的部分原因。商业银行的自营交易和投机活动存在不可避免的利益冲突，全球各国政府应采取适当的措施限制商业银行的相关行为。此后，受联邦担保的资金将不能从事高风险活动，商业银行的自营交易和投机活动也不应受到政府的保护。

沃尔克规则被《多德－弗兰克法案》部分采纳，由于该法案广受批评，

被认为过于软弱，对华尔街的风险举动控制不力，因此沃尔克规则的重要性更加凸显，这很可能是法案当中真正具有重大意义的部分。沃尔克法则的内容主要包括以下三点：

第一，限制银行利用自身资本从事与客户无关的股票、债券（不含国债、政府机构债券和地方债券），以及金融衍生品等自营交易。此交易是金融机构用自身资本在市场买卖，而不是作为中介机构代表客户进行交易，这在金融危机时造成了严重的市场风险。

第二，原则上禁止商业银行从事对冲基金、私募股权基金的出资、参股等业务，银行在传统借贷业务与高杠杆、对冲、私募等高风险投资活动之间划出明确界线，商业银行不得拥有、投资或发起对冲基金和私募股权投资基金。但实际操作中，银行可对私募基金和对冲基金进行不超过基金总资产3%和银行自身一级资本3%的投资。

第三，限制商业银行的规模。规定单一金融机构在储蓄存款市场上所占份额不得超过10%，此规定还将拓展到非存款资金等其他领域，以限制金融机构的增长和合并。实际上美国在1994年即通过法案，要求银行业在进行重组并购时，收购后的关联负债不得超过存款市场份额的10%，本次提案将限制扩大到市场短期融资等其他非储蓄资金领域，限制银行过度举债进行投资的能力。

与原版本的最大区别在于，新法案中的沃尔克规则保留了金融机构扩大自营交易的机会，允许银行对私募基金和对冲基金进行一定限额的投资，这实际上是将最严厉的部分予以了弱化。新版本的沃尔克规则是各方妥协的结果，并未完全触及改革的实质性内容，很大程度上是因为监管当局受制于金融行业的影响，只能让规则乃至监管最终沦为空谈。

二、对沃尔克规则的评价及各方应对措施

从表面上看来，被妥协的沃尔克规则是华尔街金融机构大力游说以及国际层面的不认同等双重因素导致的结果，但实质上，这种妥协更体现了美国在强化金融监管与保持自身金融竞争力的更深层次考虑①。由于华尔街大型金

---

① 马素红，罗宁．系统性风险监管加强“沃尔克规则”有所弱化——美国最新金融监管改革法案述评．中国城市金融，2010（10）．

融机构代表着美国的核心竞争力，美国金融监管改革不太可能通过实施过于激进的限制性措施，从实质上遏制华尔街的创新动力。因此，各方对折中的沃尔克规则评价不一，但均采取了相应的应对措施。

（一）沃尔克规则受到的质疑与推崇

“沃尔克规则”一经推出，在美国国内受到了较大质疑，特别是遭到了华尔街金融机构的强烈反对。反对派认为综合化经营和自营交易行为本身不是金融危机的罪魁祸首，雷曼和贝尔斯登均是单一投行模式，华盛顿互惠银行则是单一商业银行模式，这些金融机构的倒闭和是否从事自营交易无关。

John Van Reenen（2010）认为沃尔克规则不能解决根本问题，存款保险可以帮助银行获得廉价资金，银行利用廉价资金从事自营交易。限制业务范围有两点缺陷：一是自营业务不是金融机构过度冒险的唯一渠道，从近年来的发展可以看出，最大的问题是银行所从事的结构性产品、简易兰花式（plain vanilla）贷款资产，这种行为使得银行在简单的抵押支持不动产贷款中承担了很大的风险。二是沃尔克法则的实施难度较大，特别是将对冲业务同纯粹投机类业务相互分离是极其困难的。

相反地，G20金融稳定委员会（FSB）公开表示沃尔克规则对于解决银行业“大而不能倒”的问题有着重要作用；英国央行行长默文·金也坚持必须将银行分拆为零售银行和投资银行，并认为从事高风险、高杠杆金融活动的投资银行不应得到政府救助。支持者的理由有三个：一是沃尔克规则包含了银行业务范围管制和经营规模管制，事实上不承认巨型金融机构的存在，体现了对大型金融机构的破产可能对宏观金融系统稳定造成巨大冲击的关切；二是沃尔克规则是分业经营监管思路的延伸，本质上是限制商业银行从事高风险自营业务，对于实施难度较大这一点，该规则最终作出了妥协，并允许商业银行管理的私募基金和房地产基金可获得最多12年的退出宽限期；三是限制业务规模盲目扩张对提高金融机构自身的稳健性至关重要，将银行拆分成需要政府支持的吸收存款类银行和不需要政府支持的自由参与自营交易的投资银行至关重要①。

① 王信，周晴．“大而不倒”问题的解决方案——以次贷危机中的美国金融机构为例．经济社会体制比较，2010（6）．

（二）美国国内及其他国家对沃尔克规则的应对措施

1. 美国金融机构对沃尔克规则的提前应对

华尔街在“沃尔克法则”正式实施之前，所有机构都按照沃尔克法则的要求改变其业务模式，像高盛、摩根士丹利等在很大程度上依赖于私人股权、自营交易和对冲基金业务的机构，将不得不改变其业务模式。

在过去，高盛将为其客户或代表客户进行的投资行为，归在“股票、固定收益、外汇及大宗商品”（股票与 FICC）产品项下，实际上，高盛的自营交易本身，也覆盖了这些产品，以产品归类披露隐藏其真实的投资行为。此外，“资产管理与证券服务”也被拆分，资产管理归在“投资管理”，证券服务则归在“机构客户服务”项下；直接为客户所做的衍生产品交易顾问与承销业务，与公司私人财富管理相关的交易收入与账簿管理费用收入等，以及来自管理基金超额投资收益的回报，都从“股票与 FICC”项下划归到“投资管理”。综合来看，高盛新架构下的四大业务板块将分为：

其一，投资银行，包括财务顾问服务，如并购、出售、重组、分拆以及与此相关的衍生交易等，以及承销业务，包括 IPO、非公开配售以及相关衍生交易。

其二，机构客户服务，包括两大块：FICC，即信贷产品、利率产品、按揭、外汇、大宗商品，以及股票业务。

其三，投资与借贷，包括高盛在各种资产类型中的投资与借贷活动，如债务、股票、贷款、私募基金、房地产，直接投资和通过基金的投资；以及通过联营投资实体进行的投资。

其四，投资管理，包括三部分：资产管理，如高盛资产管理、私人财富管理以及其他商业银行基金；基金投资超额收益的佣金激励；私人财富管理的交易性收入。

2. 英国及欧盟对自营业务的相关规定较为温和

美国对“沃尔克规则”的修正和折中受到国际环境的影响。欧盟明确表示不会跟风效仿“沃尔克规则”，英国也表示不打算将投资银行从综合性银行中分离出来，并无意限制银行规模。2011 年 4 月英国发布“独立银行业委员会”中期报告，没有要求拆分低风险的零售银行与高风险的投资及批发银行业务。如果要保留混业经营，就要大大提高资本金比率的要求，从而提高银

行抗风险能力。中期报告提出以下折中方案：

第一，允许银行集团不同子公司分别从事零售银行和投资银行业务，并对零售银行业进行“圈护”（ring-fencing），即零售银行业务有独立的资本金要求，同时整个混业银行集团也要满足一定的资本金要求。一旦发生危机，银行集团对零售银行业务加以保障，投资银行业务则通过破产、重组等方式处理。

第二，系统重要性银行需要持有至少10%的核心资本金，高出巴塞尔协议Ⅲ的要求，并提出这一标准应推广成为系统性重要银行的国际标准。由于零售银行更本地化，投资和批发银行业务更国际化，各国可以对零售银行有不同的监管要求，但投资和批发银行方面应有国际性的监管。

第三，关注行业竞争问题。要求经营有英国经常账户1/3份额的劳埃德银行（Lloyds）扩大出售资产的规模，以免业务过于集中而影响竞争。

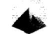
相比美国“沃尔克规则”限制商业银行的自营交易，这种折中的“圈护”给银行业带来的代价较小。英国银行业改革措施较美国温和，反映了欧洲与美国不同的金融状况。在美国，企业除了银行贷款之外还有很多方式可以融资，但在英国及欧洲大陆，银行是企业，特别是中小企业的主要融资来源，银行对企业的重要性不同使得具体监管措施出现差异。在这种背景下，美国若单边突进，只会导致更多的国际资本和大型金融机构转而选择欧洲或其他地区，从而使美国成为“监管套利”的牺牲品。

三、沃尔克规则对金融机构自营业务的影响

沃尔克规则的本意不是为了避免金融危机再次发生，而是把金融危机对实体经济和美国民众储蓄保障制度的危害减至最小，其根本目标是金融市场的去杠杆化，以此将金融体系中的系统性风险降低到政府和金融监管机构可控范围内，具体措施必将对美国金融市场和全球金融市场产生深远影响。

（一）沃尔克规则对美国金融体系的初步影响

短期内，美国监管机构可能将因沃尔克规则而招致不好的监管结果。规则限制那些存款受联邦担保的银行进行自营交易的能力，目的是减少银行的高风险活动，受担保资金将不能从事高风险活动。综合来看，本次改革不但



不会阻止美国的金融竞争力，还可能进一步提升其在全球金融业的主导地位。

1. 沃尔克规则的实施或将大幅削弱金融机构的自营交易部门

华尔街的投资银行普遍认为，严格的新规则将造成重大的市场扭曲，对于经济复苏也起到了部分限制作用。针对自营交易的限制条例有失公允地伤及了美国当地银行，包括高盛和摩根士丹利在内的一些银行已经关闭或者宣布计划出售自营交易业务，要么将自营交易团队拆分为独立的对冲基金，要么将自营部门员工转到其他资产管理部门。自营交易占大型银行收入约5%～10%，沃尔克规则使得这些机构的收入受到严重影响。按照沃尔克规则，美国投资银行只能保留利率、外汇、金银掉期等交易部门，必须尽快将衍生品交易业务（包括信用违约掉期或大宗商品期权衍生品等）分拆到附属公司。

然而，一些自营交易可能还会以改头换面的形式进行。2011 年 1 月，高盛最后一个大型自营交易团队在伦敦创办了独立的对冲基金，并从欧洲对冲基金 Brummer & Partners 获得 3 亿美元投资。在美国大型投行自营部门纷纷自立门户背后，投行却悄然避开金融改革法案的监管，以更隐秘的方式维系着高额衍生品投资头寸。一方面交易员发起的新对冲基金，仍需要通过投行资产管理部募集资金；另一方面基于以往的工作关系与信任度，投行经纪部门还会提供更高的杠杆融资额度作投资，必要时期将提供短期贷款资金进行援助。

也有观点认为，沃尔克规则可能不会给整个投行业带来很大影响。一是沃尔克规则中所提到的做市的定义足够宽泛，投行可在其范围内为客户提供服务。投行过去设立自营交易席位来管理公司的自有资金，未来依然可以运用自营交易技术为客户服务。二是虽然银行类股票在禁令影响下下跌了5%左右，但由于它们在对冲基金中持有利润丰厚的巨额股份，仍然无法表明市场对新政策的整体判断。

2. 沃尔克规则的分业监管思想或将引发金融机构的重新洗牌

为了在保证3%出资底线的同时不对投资者信心造成打击，美国大型银行机构只能选择缩减私募基金管理规模。由于私募业务相对于对冲基金和衍生品交易的风险更小，收益更稳定，分拆剥离将是更好的选择。实际上，许多大型投行已经开始将私募股权投资、夹层投资、对冲基金进行拆分出售。沃

尔克规则生效后，这些基金缺少了商业银行的重要资金支持，剥离后的私募基金机构从事募资和交易将受到较大影响。美国私募基金机构以较低成本获得资金的时代逐渐远去，大型杠杆收购将越发少见。

虽然私募基金从业者的收入短期内将出现下降，但从远期考虑，私募基金、对冲基金除了会对税率修改目标展开游说之外，也将通过合法合理的手段进行规避和变通，并开发出新的金融产品和投资工具。金融服务业是美国经济的支柱产业，私募基金又是其中必不可少且利润丰厚的部分，人才大量外流的情况应该不会出现。

此外，根据最新版本的沃尔克规则，包括高盛和花旗在内的美国各大银行可能最长拥有 12 年时间来减持在对冲基金和私募股权投资基金中所持股份，这对转移业务的期限给出了很大空间，这些措施将限制金融机构的过度投机，并将最大限度地减少大规模金融危机发生的几率。

3. 沃尔克规则引发金融市场“去杠杆化”，降低系统性风险

第一，商业银行规模越大，为市场提供杠杆的能力就越大，沃尔克规则将 10% 的上限扩大到市场短期融资等其他非存款市场领域，直接降低了银行提供杠杆的能力。

第二，此前的 1999 年法案使得美国商业银行全面涉足投资银行业务，成为全能银行，“大则不倒”银行在政府的默认担保下涉足高倍杠杆的高风险业务，为政府和纳税人带来了巨大风险。沃尔克规则的银行分业经营，表面上看不出“去杠杆化”痕迹，但由于分业经营使得投资银行和商业银行之间的交易成本大幅提高，融资成本的增加本身即意味着杠杆化的下降；且禁止银行自营交易更直接地降低了市场上的资金量，起到去杠杆化的效果，从而降低系统性风险，对美国金融市场的平稳运行起到重要作用。

第三，沃尔克规则通过限制银行从事高风险投资和交易行为，保守地维护清算系统、资金中介等商业银行的传统功能，以确保不制造特别的超级银行集团，避免金融系统形成“太大以至于无法破产”的局面。由此，在金融安全机制上，可缩小“金融安全伞”的范围，提高金融系统稳定的维护效率。

（二）沃尔克规则对全球金融市场的持续影响

沃尔克规则是迈向对金融业更有效监管的第一步，是对 20 多年来金融过度自由化的有效纠正，不仅将深刻影响美国国内金融机构运营模式，其对银

行的分业监管思想也将对全球金融市场的发展产生持续影响。

1. 沃尔克规则为欧洲投资银行盈利提供机会

由于沃尔克规定对全球范围内的所有美国银行均适用，这意味着其自营交易势必受到限制。为了能更好地与美国银行展开较量，许多外资银行可以在欧洲开展此类交易，以瑞银（UBS）和瑞信（Credit Suisse）为首的欧洲投行可能从沃尔克规则创造的做市机会中受益。各大亚洲银行也不会受到沃尔克规则的限制①。因此，沃尔克规则限制美国投资银行的自营交易部门为客户做市，这对于欧洲及亚洲投行业的盈利能力是一个实质性的利好。

2. 沃尔克规则或将间接引发黄金价格上涨

黄金市场包括现货黄金市场和黄金衍生品市场，黄金空头银行从美联储或其他国家央行借入黄金储备，到市场上抛售，然后再以低价买回还给央行，通过赚取差价获取利润。实施沃尔克规则后，禁止银行的自营业务，无疑将导致持有巨量黄金空头头寸的银行进行平仓，黄金价格将出现难以想像的上涨。

3. 沃尔克规则推动全球对冲基金的未来发展

华尔街的金融机构正在收缩各自的自营交易部门，这意味着竞争的减少。近10年来，对冲基金最大的竞争对手不是其他基金，而是银行内部用自有资金进行交易的自营交易部门。这些自营交易通常与对冲基金关注同样的投资机会，而且可以动用的杠杆比率更高。金融机构自营交易部门解散后，自营交易员被安排到其他交易席位，可以动用的现金额也减少了。对冲基金研究（Hedge Fund Research）数据显示，Citadel Investment Group 和其他关注可转债的基金在2010年1月至6月实现了平均29%的增长。总体而言，全球对冲基金在2010年实现了约10%的增长，使其成为1999年以来表现最好的时期。

四、沃尔克规则的未来实施方向

（一）相关学者对沃尔克规则未来发展的看法

安德鲁（2010）指出，对于自营交易限制，沃尔克规则并没有设立简单

① 马素红，罗宁. 系统性风险监管加强“沃尔克规则”有所弱化——美国最新金融监管改革法案述评. 中国城市金融，2010（10）.

而明确的界线，也没有说清哪些机构是适用的目标。通过对银行重组而允许其倒闭，沃尔克规则尽管也有类似的限制条件，但并未将银行转变为在倒闭时可以被处置的机构。尽管采取这些规则从风险角度看是有道理的，但它们本身并没有解决太大或太重要而不能倒的问题。沃尔克规则之后，应该允许金融机构从事承销、代客交易和避险（hedging）等活动，明确规定哪些业务属于自营交易，同时对沃尔克规则式限制所导致的监管套利问题应有所准备。未来希望有一个尽可能全面的解决方法，在使用工具处置银行时既不会危害金融体系，又无须动用公共财政①。

（二）监管当局对沃尔克规则出台相关指引文件

在美国金融监管改革法案通过半年后，沃尔克法则开始变得清晰。2011年1月，美国金融稳定监督委员会（FSOC）发布了两份报告，分别就沃尔克规则和限制银行集中度提出具体建议，各金融监管机构将参考这些建议。

第一，监管机构应利用所有必要的工具和方法来监测和执行该法则，以禁止任何不适当的自营交易活动；并时刻保持警惕，避免辖下的金融机构通过将高风险活动转移至其他业务部门来逃避自营交易监管。

第二，允许银行代理客户做市、对冲、承销等活动，这相当于监管机构放宽了对银行交易的限制；并建议银行公开披露对私募基金和对冲基金的敞口。

第三，对于非银行金融机构由于涉足衍生品交易给整个银行体系带来的巨大威胁，报告还建议通过六个标准来评估一家非银行金融机构是否具有系统重要性，即规模、所提供产品的不可替代性、与其他金融机构的关联度、杠杆率、流动性风险和对其现有的监管力度。与银行一样，这些机构也将受到美联储的监管。

第四，建议要求银行的CEO就其所管理的公司进行遵纪守法书面宣誓，这意味着如果银行违反了沃尔克法则，银行高管可能会被追究法律责任。

第五，在针对限制银行集中度的报告中，建议如果两家公司合并后的负债规模（包括客户存款和银行借款）超过金融业整体负债的10%，并购交易将被禁止，以避免“大而不倒”现象。不过，银行通过内生增长达到这个规

① 安德鲁·贝利．危机后的英国金融监管改革．中国金融，2010（18）．



模则不在禁止范围内。

该报告没有对所有交易一刀切，但对银行规模的限制比以往制定的有关任何公司存款规模不能超过整个金融业存款10%的法规更加严厉。将非存款负债和表外敞口包括在内，可以限制银行掩盖某些波动较大的证券风险的能力。这些建议只是整个复杂过程的第一步。

（三）银行在未来各种可能的应对之策

美国金融改革法案各项细则的制定至少在几年后，对于沃尔克规则，新一轮博弈的悬念在于限制自营交易的禁令最终会如何具体运作。比如，对于交易员或经纪人的某些操作，如何界定其是出于银行自营交易目的还是出于所谓“满足客户短期需求”目的？交易员是否会因为预期投资者可能需要以更高价格购买某类债券或股票而提前囤积相关资产？如果交易员持有这些债券的时间超过一至两个月又如何界定其性质？在细则出台之前，华尔街的银行机构也将为了自营业务的巨额利润而进行更多的冒险，不断试探新规则可能容忍的底线。

首先，加强对监管部门的游说，提高其从事自营业务占一级资本的比例。即使将这个比例从3%提升至5%，银行的操作余地都会大大增加。

其次，适应形势需要，先将部分自营业务剥离到其旗下对冲基金和私募基金的实体机构之中，借由其与后者的股权关系继续获利，因此暂时剥离符合华尔街大银行管理层的利益。

主要参考文献

[1] Adair Turner, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority, March, 2009.

[2] Adrian, T., and H. S. Shin, *Money, Liquidity, and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 360, January, 2009.

[3] European Fund and Asset Management Association (EFAMA), *Asset Management Industry Guidelines to Address Over-reliance upon Ratings*, November, 2008.

[4] Fujii, M., *Securitized Products, Financial Regulation and Systemic Risk*, ADBI Working Paper Series, No. 203, March, 2010.

[5] Greenlaw, D., J. Hatzius, and H. S. Shin, *Leveraged Losses: Lessons From The Mortgage Market Meltdown*, Proceedings of U. S. Monetary Policy Forum, pp: 36, 2008.

[6] Laux, C., and C. Leuz, *Did Fair-value Accounting Contribution to the Financial Crisis?* Forthcoming in the Journal of Economic Perspectives, 2010.

[7] Pagano, M., and P. Volpin, *Credit Ratings Failures and Policy Options*, Paper Presented at the 50th Panel Meeting of Economic Policy in Tilburg, October, 2009.

[8] Partnoy, F., *Over Dependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*, Fondazione Eni Enrico Mattei Working Papers No. 288, 2009.

[9] Sarai, C. and V. R. Adrian, *Structured Finance and The Financial Turmoil of* 2007 -2008: An Introductory Overview, p22, 2008.

[10] Schwarcz, S. L., *Regulating Complexity in Financial Markets*, Washington University Review, 2 (87), pp: 211 -268, 2009.

[11] Secutities and Exchange Commission, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July, 2008.

[12] Shin, H. S., *Securitization and Financial Stability*, The Economic Journal, 119 (3), pp. 309 -332, 2009.

[13] Tran, H., *Unregulated Financial Products: Potential, Risk and Regulatory Reform*, The Institute of International Finance, Inc, March, 2009.





第四章

影子银行系统的现状及金融监管综述



影子银行系统产生于全球流动性过剩、监管套利和创新混杂的背景下，2008年以来的金融危机凸显了影子银行在金融系统的发源和蔓延中扮演的重要角色。几乎游离于监管体系之外的影子银行系统比传统银行系统的资产增长更快，业务更为复杂、高杠杆和不透明。其在带来金融市场繁荣的同时，也隐藏并积聚了巨大的金融风险。目前全球针对影子银行系统已经努力强化了金融监管，但如何从监管层层面定义影子银行系统，进而确定监管主体、制订针对其的资本监管、存款保险、信息披露等框架，仍然困难重重。

第一节　影子银行的运行现状及其总体规模

影子银行系统在次贷危机前获得了长足发展，但并未引起足够关注。危机后，G20、金融稳定理事会、巴塞尔银行监督和管理委员会、欧洲央行、美联储等均提出应当注重影子银行系统，并考虑具体的监管框架，由此影子银行系统在全球范围内受到重视。所谓影子银行，是指没有传统银行的组织形式，却以贷款证券化等方式行使传统银行功能的机构及行为总和，即游离于监管体系之外的，与传统、正规、接受中央银行监管的商业银行系统相对应的，直接或间接从事资金或信用中介的金融机构，主要包括投资银行、对冲基金、货币市场基金、债券保险公司、结构性投资实体等非银行金融机构[①]（如图4－1）。

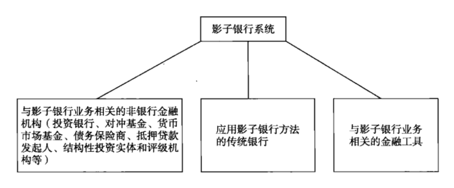


图4－1　影子银行系统组成

一、影子银行资产总量的扩张和风险集聚

目前，影子银行体系的资产规模仍高于商业银行体系。在金融市场的全

① Paul McCulley, *Teton Reflections*, PIMCO Global Central Bank Focus, August/September, 2007.

球竞争和逃避金融监管的驱使下，影子银行得到了惊人发展，成为比传统银行更加强大的市场主体。影子银行系统在资产占比、金融交易规模和系统重要性等方面均具有压倒性优势。在资产总量上，美国、欧盟等发达金融市场中，影子银行在金融体系中的资产规模占比、金融交易规模等方面大幅提高，全面超过传统商业银行。联合国贸易与发展会议（UNCTAD）估计，2010 年美国影子银行系统仍持有约 16 万亿美元的资产，是整个商业银行体系 10 万亿美元总资产的 1.6 倍（如图 4－2）。次贷危机之后，人们对影子银行系统的未来非常关注，其中最悲观的看法是 Roubini（2008）提出的影子银行系统崩溃论①。但迄今为止，影子银行系统虽然有所削弱，但仍然在金融体系中扮演重要角色。

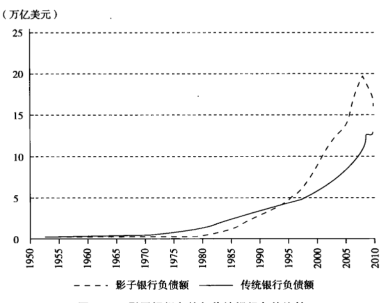


图 4－2　影子银行负债与传统银行负债比较

从业务模式上看，影子银行突破了传统商业银行的业务界限，改变了整个金融体系的业务模式。传统商业银行日益采取零售模式进行业务经营，较为有效地分散和降低了风险。而影子银行往往采取批发的业务模式，“批发”了大量信息不对称的、在二级市场上缺乏流动性的证券化资产甚至有毒资产，

① Nouriel Roubini, *Financial Crises, Financial Stability, and Reform: Supervision and Regulation of Financial Systems in a World of Financial Globalization*, Geneva: World Economic Forum, January, 2008.

加上影子银行系统自身的高杠杆特性，在金融体系业务模式从传统的零售模式向零售和批发并重模式转变的过程中，影子银行系统反其道而行之，使得金融风险的集聚性和传染性显著提高。

二、影子银行对资产证券化具有显著影响

在全球金融系统中，影子银行系统的主要业务建立在衍生品、证券化及再证券化工具等方面，这些金融工具被不同的金融机构所运用，形成了复杂的对手方交易网络。证券化是贯穿影子银行系统最重要的业务，支撑了整个影子银行系统的运作。

随着资产证券化的过度复杂衍生及其膨胀，影子银行系统也日益成为制造系统性风险的新来源，助长了次贷危机的形成、放大和破裂。以住房抵押贷款证券化为例，资产重组机制、风险隔离机制和信用增级机制是支持影子银行运行的三大核心机制。在这一模式中（如图4－3），随着商业银行放贷额不断增加，打包给以投资银行为上端的影子银行系统的资金规模也越来越大。投资银行为了规避风险，提高发行 MBS（抵押支持债券）的收益，往往对中端的 MBS 进行再证券化，而后发行 CDO（担保债务凭证）。此后，投资银行还会对 CDO 不断进行新一轮的再证券化，最终使绝大部分的次级贷款获得 AAA 评级。影子银行系统通过这种证券化手段将风险不明的长期资产，转化为“类货币”的短期证券工具，帮助商业银行实现了资产从表内向表外的转换、期限从长到短的转换、以及流动性从低到高的转换，但证券化资产也由此被扩散到整个金融体系之中，风险也更为隐蔽和难以琢磨。

比较各类金融机构对住房抵押贷款的持有规模（如图4－4），可以看出，在20世纪80年代早期，银行和储蓄机构还是住房按揭的主要持有者，但影子银行系统以其不受监管的特点成为生产、销售与投资证券化产品的重要力量，大量高风险杠杆操作和过度创新使得影子银行系统对住房抵押贷款的持有量远超过传统的银行系统。尽管次贷危机后，美国多弗法案和巴塞尔新协议对证券化的监管有所加强，但对影子银行系统的监管仍然困难重重。对有毒资产的清理也远未完成。

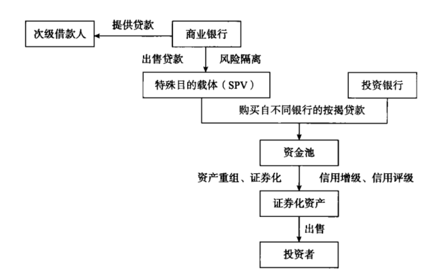


图 4－3　影子银行系统的运行流程

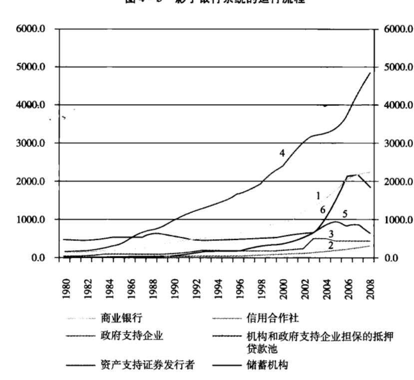


图 4－4　各类金融机构对住房抵押贷款的持有量（单位：10 亿美元）

数据来源：Flow of Funds Accounts, Federal Reserve (http://www.federalreserve.gov/RELEASES/z1/)。

三、影子银行系统引发并加深了次贷危机

影子银行系统聚积的风险引爆金融危机，给全球金融市场带来巨大冲击。危机促发了影子银行自我强化的资产抛售循环，美国几大投行依次因次贷问题出现巨额亏损，大规模的资产减计，市场流动性需求剧增而资产供给萎缩，影子银行机构纷纷卷入流动性危机之中，也推动了影子银行系统的去杠杆化进程。2007 年年底开始，各类金融机构对住房抵押贷款的持有量增量进入下降通道（如图 4 – 5）。其中，资产支持证券（ABS）发行者对住房按揭的持有量增量从 2005 年最高点 5734 亿美元跌至 2009 年第二季度的最低点 – 3948 亿美元；政府支持企业（GSEs）对住房按揭的年增量基本为 0，2009 年以后只减不增；政府支持企业担保的抵押贷款池对住房按揭的持有规模从 2007 年的 6226 亿美元减至 2010 年的 1400 亿美元，与传统商业银行处于同一水平。

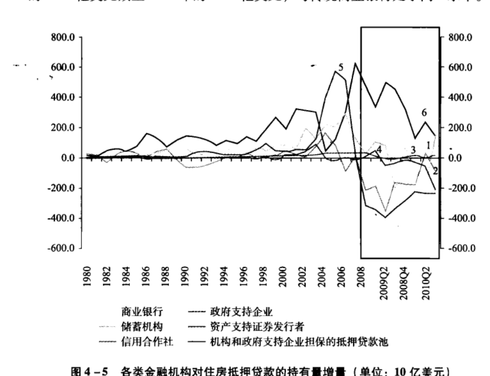


图 4 – 5　各类金融机构对住房抵押贷款的持有量增量（单位：10 亿美元）

数据来源：Flow of Funds Accounts，Federal Reserve（http://www.federalreserve.gov/RELEASES/z1/）。

与此同时，次贷危机后商业票据市场急剧收缩，从而导致商业票据的价格大跌和收益率大幅升高，商业票据发行余额锐减。影子银行的商业票据融资渠道受堵，流动性问题愈加严重。危机爆发使得多数影子银行资产方的证券价值大幅缩水，致使影子银行资产缩水、负债增加。次贷危机对影子银行系统产生了巨大冲击，而影子银行系统的特殊性又加大了危机的恶化程度。

影子银行系统作为次级债券的重要设计、发行和交易者，是次贷危机的催化剂和放大器。其一，影子银行对金融危机有催化效应。2008 年危机初期暴露了影子银行系统的内生脆弱性，众多非银行金融机构面临严重的偿付危机。随后，由影子银行系统带来的冲击对传统银行体系的影响进一步深化。花旗银行等传统银行因无法剥离规模巨大的“有毒资产”，由于巨额的资产减计而陷入困境，并迅速蔓延至欧洲与新兴市场国家的金融市场，直至演化为全球金融危机。其二，影子银行系统成为金融机构逃避监管的重要工具。影子银行系统不受巴塞尔协议Ⅱ的监管约束，通过银行资产表化使银行向消费者提供过度便利的金融杠杆和流动性，通过资本市场证券化向投资者提供风险收益不明朗的衍生品。当资产价格下跌时，这种资金供求链的断裂随时可能发生[①]。其三，影子银行系统掩盖了银行资产负债表的真实情况，使银行承担了大量不在表内反映的信用风险，无法对银行的风险状况进行准确分析，而过分依赖评级机构的风险评估错误估计了自身承担风险的能力。因此可以看出，全球金融危机的爆发是外部冲击、外部监管缺位失效与影子银行系统的内部脆弱性共同作用的结果。

---

① Ellen Brown, *The Credit Meltdown and the Shadow Banking System: What Basel Ⅲ Missed Web of Debt*, September 22, 2010.

第二节　影子银行系统的风险集聚及其对监管的冲击

影子银行与银行业机构有着密切的业务往来，相互传导或感染风险与收益，并直接或间接地创造信用，二者的吸附与依存关系，在缺乏必要的防火墙隔离和监管情况下，存在长期的风险累积与潜伏。一方面，影子银行系统对资本市场具有系统重要性，为其带来了巨大收益的同时，自身也存在着重大的内生风险；另一方面，影子银行经营除了吸收存款外几乎所有的银行业务，却基本游离于中央银行与金融监管当局的监督之外。影子银行系统的脆弱性与监管疏漏已经显著暴露。

一、影子银行系统具有内生脆弱性风险

影子银行系统内生的脆弱性，成为引发当前全球性金融危机的重要因素，主要表现在：

第一，影子银行期限错配的业务模式带来巨大的流动性风险。影子银行系统存在难以克服的期限错配，容易导致流动性风险或危机。影子银行的负债主要通过短期资本市场发行资产支持票据取得融资，期限较短；资产则期限更长。对于整个金融体系而言，信用期限结构发生改变，产生了影子银行系统的期限错配（FSA，2009）①。一旦市场出现不稳定因素，投资银行、对冲基金和私募基金等影子金融机构将出现“挤兑”现象，此时的影子银行无法将其长期资产立即变现，就出现了流动性严重不足的局面。任何源于信用风险和市场风险的反向波动都将给影子银行机构带来致命的流动性风险。

---

① Financial Services Authority, *A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March, 2009.

第二，信息不对称导致贷款机构的逆向选择风险和借款人道德风险剧增。在利润驱动和激烈的市场竞争下，贷款银行放松对借款人贷款条件的要求，使杠杆化较高的结构性金融产品一开始就冒着极高的风险，发行者往往愿意支付更高的评级费用，这就出现了“逆向选择”现象，导致一些本身蕴藏巨大风险的金融产品反而受到追捧。资产价格与基本面的偏离、持续性的资产泡沫和资产价格的剧烈波动将导致市场危机，而影子银行系统本身对信息、流动性需求和资产价格波动的敏感性更强，导致逆向选择和道德风险大大增加。

第三，影子银行不合理甚至故意疏忽的金融产品设计放大了投资者承担的风险。投资银行设计金融衍生品时设定了一系列假定条件，并通过高度复杂的数理模型计算产品风险，这显然是不切实际的。当假定与现实不符时，广泛分散的风险被无限放大并全面爆发危机。影子银行系统中结构性金融手段使得原始资产的特征在证券化产品中无法完全得到体现，证券背后的资产与实体经济的关系被扭曲。在这种情况下，对证券化产品进行精确的风险评估非常困难，影子银行系统的不透明性无形中也放大了投资者承担的风险①。

第四，影子银行系统的高杠杆导致信用过度扩张，加大系统性风险。影子银行不像传统银行受到资本充足率的限制和存款准备金制度的约束，往往自有资金较少，为追求高利润，一般采取高杠杆运作，潜在的信用扩张倍数达到几十倍。2007 年年末，美国五大投行平均杠杆率超过 30 倍，主要对冲基金的杠杆率超过 50 倍，住房抵押贷款的房利美、房地美杠杆率高达 62.5 倍。影子银行通过次级贷款证券化将贷款银行面临的违约风险层层分散，这些风险逐渐集中到风险偏好较强、不受监管约束的对冲基金上。一旦市场出现流动性紧缩，影子银行将直接暴露于流动性风险之中②。退一步言之，即便将其纳入杠杆率监管，以现行的会计准则去衡量影子银行系统复杂的资本和资产结构，恐怕也绝非易事③。

---

① Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 458 (07), 2010.

② Tobias Adrian, Hyun Song Shin, *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 382, July, 2009.

③ United States Government Accountability Office (GAO), *Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U. S. Financial Regulatory System*, GAO-09-349T, February 4, 2009.

二、针对影子银行系统的宏观监管缺失

影子银行系统的发展基本上避开了传统银行业务、证券市场业务的监管框架，其内在脆弱性游离于金融宏观审慎性监管的视野之外。

第一，影子银行系统的交易对手方通常为复杂关联的机构投资者，风险更易跨境传递。影子银行业务的高杠杆性引入并依赖于众多机构投资者的资金，金融机构大量拥有和参与影子银行的证券化产品，并且彼此之间也有较为复杂的交易关系，在流动性重组、资本流动稳定和资产价格稳定的基础上，影子银行资本的跨境投资和跨境活动有效提高了全球金融市场效率，促进了资本的全球配置。盖特纳（2008）表示，影子银行系统不仅低估了市场的风险水平，还极大地增强了全球市场的关联度①。随着资本的跨境配置，风险也在全球范围内分散，外部冲击使得资本国际流动面临巨大风险。

第二，影子银行不受存款保险制度保护，难以获得危机救助。传统商业银行面临破产风险时，最后贷款人等存款保险制度可以有效地减少存款人的恐慌，降低发生挤兑的风险，而影子银行却不在最后贷款人保护之下，更易引发市场恐慌。尽管美国政府进行了斡旋和干预，甚至采取了接管、注资等一系列救助措施，但救助成本恐怕最终仍须政府转嫁给纳税人来负担。

第三，影子银行系统的宏观审慎监管缺位，来自央行和监管机构的外部监督不足。影子银行等机构投资者的混业经营手段，暴露出金融监管的缺失和冗余并存。其一，监管机构的市场化监管以金融机构内控为主、外部监管为辅，充分信任影子银行的风险内控能力，行业系统风险成为监管真空；其二，各级政府均有金融监管权力、多个金融监管机构履行监管职能的“多头”监管体制不适应影子银行的发展，没有对宏观风险、系统性风险直接负责的监管者，监管机构之间缺乏协调机制。

---

① Geithner, Timothy F. , *Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial System*, Federal Reserve Bank of New York, June 9, 2008.

第三节 次贷危机后对影子银行系统的监管努力及发展方向

影子银行系统创造的金融工具几乎破除了金融系统中机构与市场的界限，监管当局也不断修正和完善监管措施，从巴塞尔协议Ⅰ到新近出台的巴塞尔协议Ⅲ，从格拉斯－斯蒂格尔法案到多德－弗兰克法案，均试图强化对影子银行的有效监管。

一、次贷危机后对影子银行系统的监管努力

次贷危机以来，国际组织和欧美各国政府开始考虑将影子银行系统纳入金融监管，相继出台了一系列旨在强化影子银行监管的法律法规和监管指引（见表4－1），可粗略总结为四个方面。

表4－1 全球强化影子银行监管的主要报告和法规

发布者	发布时间	报告或法规名称	主要相关内容
30人小组	2008年7月	金融改革报告：促进金融稳定的框架	对OTC衍生品市场加强监管，提高结构化产品市场透明度，改革评级机构
美国财政部	2009年3月	金融体系全面改革方案	监管覆盖金融衍生产品和一定规模的私募股权基金和风险投资基金
英国金融服务局	2009年3月	特纳报告	适当的杠杆率监管以及监管范围的扩大有助于加强金融稳定性
G20	2009年4月	复苏和改革的全球计划	把评级机构和有系统重要性的对冲基金纳入监管范围
欧盟委员会	2009年4月	另类投资基金经理指令（草案）	加强对欧盟范围内对冲基金和私募股权基金的监管

续表

发布者	发布时间	报告或法规名称	主要相关内容
欧洲议会	2009 年 4 月	信用评级机构监管	加强对欧洲信用评级机构的监管
英国金融服务局与财政部	2009 年 12 月	衍生品场外市场改革方案	加强对场外金融衍生品的监管
美国	2010 年 7 月	2010 年华尔街改革和消费者保护法	对资产证券化产品、场外衍生品、私募基金、评级机构等提出监管要求
英国金融服务局	2010 年 8 月	交易行为的审慎制度（讨论稿）	减少银行体系和其他金融体系之间结构性套利的机会

资料来源：龚明华，张晓朴，文竹. 影子银行的风险与监管. 中国金融，2011 (3).

第一，将影子银行系统纳入监管，关注其系统性影响。一是将私募股权和对冲基金纳入监管。美国金融监管改革法规定，私募股权和对冲基金资本总额超过 1 亿美元的须在 SEC 注册，未达到 1 亿美元的须在州注册并接受监管；欧盟《另类投资基金经理指令》规定，管理资金超过 1 亿欧元的私募股权和对冲基金须得到母国许可并向东道国披露其风险暴露、业绩表现等。二是推进场外衍生品进场交易。美国要求场外衍生品交易转至交易所交易并进行中央清算；英国要求衍生产品标准化，探索引入中央对手方清算机制；巴塞尔协议Ⅲ中提高“再资产证券化风险暴露”的资本要求、提高场外衍生品交易的资本要求对影子银行业务发展有一定限制。

第二，提高对影子银行系统的强制信息披露要求。一是私募和对冲基金方面，欧盟制定另类投资基金的最低资本金标准，并要求其提供资质能力报告和内部治理、估值方法资料；美国要求大型对冲基金和私募基金向监管机构披露有关其资产和杠杆使用的信息。二是金融衍生品交易方面，美国制定了参与掉期交易机构的资本和保证金要求，限制其风险敞口，同时在交易系统上建立全面监管、保护和披露框架；英国 FSA 强化场外衍生品的交易对手风险管理，对抵押贷款和信贷衍生品等金融产品进行直接监管、集中清算。三是表外业务方面，巴塞尔委员会《新资本协议框架完善协议》加强对识别表外风险暴露和资产证券化业务风险的指导，提高了证券化、表外交易活动和风险暴露的信息披露要求。

第三，加强宏观风险隔离，防止风险从影子银行传递到银行体系。美国

金融监管改革法引入“沃尔克规则”，限制大型金融公司自营业务，原则上禁止银行拥有或投资私募股权基金和对冲基金，例外情形下投资额不得超过银行核心资本的3%，并要求银行将自营交易和类似的投资活动从加入存款保险体系的银行机构中分离出来，将CDS等高风险衍生产品剥离到特定子公司，银行只保留利率、外汇、大宗商品等常规衍生产品。英国提出加强监管机构之间的协调配合，减少银行体系和其他金融体系之间结构性套利的机会。

第四，防范道德风险，要求大型私募及对冲基金建立危机处置预案。一是督促资产证券化产品发行方履行风险管理责任。美国金融监管改革法要求以商业银行为主体的证券化产品发行人必须将至少5%的风险资产保留在资产负债表上；日本金融厅要求注册的对冲基金在资产运用过程中报告风险管理事项。二是要求系统重要性私募基金与对冲基金等非银行金融机构建立危机自救方案。美国要求系统重要性的非银行金融机构和大型银行控股公司向监管部门提交发生严重财务困难时的自救和处置方案；英国通过明确压力情景和破产情况下可以采取的行动来约束影子银行机构行为，避免破产影响到金融稳定和被迫使用纳税人资金。

二、对影子银行的现有监管努力仍然不足

影子银行系统严重挑战和破坏了监管体系的有效性和完备性，在影子银行和传统银行并举的金融体系中，监管当局多头的伞形监管和分业监管模式无法充分有效地对影子银行进行监管，监管不到位的弊端日益显现。

第一，目前仍缺乏对影子银行系统的主导和最终监管者，已有的监管努力是多方利益妥协的结果。例如美国最初的改革法案曾经明确提出禁止商业银行利用自有账户进行衍生品交易，但最终版本仅要求银行剥离CDS业务到子公司，而常规的利率、外汇、大宗商品等衍生产品均可保留，并明确给予风险投资基金豁免，商品期货对冲基金仍不受监管，美国SEC豁免注册；沃尔克规则虽然禁止银行拥有或投资私募股权基金和对冲基金，却保留了大量例外情形，实际上银行仍可投资不超过基金资本的3%，或不超过银行核心资本3%的额度。

第二，现有的监管措施偏于温和，对影子银行风险管理和控制的监管要

求不足。迄今为止，美国金融改革方案对对冲基金的交易、投资策略以及杠杆比率等可能直接与系统性风险相关的活动没有设限；英国私募基金业发达，其对私募股权和对冲基金的监管仍偏于宽松，与欧盟其他国家无法达到一致。更为严格的金融监管标准只针对系统重要性机构，而对于其他规模较小的影子银行机构仍保持了较为宽容的态度。

第三，巴塞尔协议Ⅲ愈加严格的资本要求，可能促使银行因监管套利而加速进入影子银行信贷系统。目前相当多的经济体在商业银行和影子银行两者之间的监管强度存在明显差异，使商业银行借助影子银行功能实施监管套利的冲动仍然存在。巴塞尔协议Ⅲ对传统银行系统的监管更严格，而对影子银行系统的监管仍相对乏力，金融监管的差异性使得影子银行系统的生存也随之改变，表面上影子银行机构在萎缩，事实上影子银行发挥的功能却仍在强化。

三、未来影子银行系统监管的可能发展方向

第一，尽快从监管层面定义影子银行系统，并确定对其的监管主体和框架。其一，需合理界定影子银行系统的监管对象，根据所从事的业务对其分门别类进行监督，最终使其符合新的监管要求。特里谢（2011）指出，必须确保更严格的监管规则不会为金融机构提供优惠措施，避免其将风险业务转移至传统银行系统之外和不受管制的地区①。其二，推动各国明确对冲基金等影子银行机构的资本金和流动性要求，建立严格的非现场监管与现场监管相结合的检查制度。不少监管者认为，将影子银行系统也纳入到巴塞尔协议Ⅲ是必要的，甚至对其资本充足率以及流动性管理实施提出更高要求②。其三，衡量银行体系收紧政策导致业务被挤入到影子银行系统对该系统的风险影响，必要时应扩展和加强超越传统银行监管的方式，对所有类似金融活动一致对

① Jean-Claude Trichet, *The Future of Risk Management and Regulation: Smarter Regulation, Safer Markets*, Frankfurt, March 23, 2011.

② Turner, Adir, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, pp: 21-24, FSA, March, 2009.

待[①]。但迄今为止，对影子银行系统的认定以及牵头监管者的确定、对其实施资本充足率等监管要求、在商业银行以及影子银行系统之间设立防火墙等诸多方面，仍存在广泛分歧。

第二，强化对影子银行的预防性监管，并将其纳入存款保险制度的范畴。其一，目前影子银行不受资本充足率的限制和存款准备金制度的约束，有必要加强对影子银行的预防性监管，主要包括：严格的注册登记制度；设立逆周期的资本充足条件；促进资产与负债结构的期限匹配；限制业务活动和贷款集中程度等。为了应对挤兑风险，还应建立与传统商业银行类似的存款保险制度，并积极引导经审查登记的影子银行办理商业保险，对影子银行的部分业务提供必要保障，在非常时期能够获得保险机构的保险金支持和流动性援助。其二，根据影子银行机构风险水平的不同，实行动态监管。例如定期评估不同影子银行机构的风险水平，确定适度的监管方式和监管强度，并实行动态监管。对于风险水平较低的影子银行机构采取市场自律、注册、监测等监管方式，将风险较高的影子银行机构纳入审慎监管范围。

第三，设立内外部防火墙，并强化对影子银行自身的风险内控要求，一是建立商业银行和影子银行的风险防火墙，阻断两者的风险传导渠道。比如，严厉限制商业银行表内资金流向私募股权基金等影子银行机构；限制小额贷款公司向银行融资等。同时，商业银行内部也应根据“沃尔克规则”对自营业务采取更为谨慎的风险内控措施。二是变机构监管为功能监管，实施跨产品、跨机构、跨市场的协调，有效解决金融创新产品的监管归属问题，避免监管真空和多重监管。三是限制影子银行高风险的衍生品交易和金融杠杆的运用，设立更加严格的流动性要求；针对住房抵押证券化，发起行和证券化机构对每个资产池都保留一部分所有权。四是加强对影子银行系统中不透明机构的监管，使政府的监管和救助更符合传统商业伦理。

第四，通过加强信息披露，增加影子银行活动的透明度。其一，设计信息披露机制是未来对影子银行监管的重点，主要包括：所有与影子银行机构本身、产品和交易方式的信息披露范围、内容和方式；设立责权明确的监管主体，负责监督影子银行履行信息披露义务；建立信息披露的激励和惩罚机

---

① Axel A. Weber, *Securing Stability and Growth in a Post-crisis World*, Global Imbalances and Financial Stability, Financial Stability Review, No. 15, February, 2011.

制。其二，为保证评级机构的社会公信力，评级机构应保持内部评级程序的独立性，改变发行方付费的业务模式，提高评级过程的透明度；监管部门将评级机构纳入监管范围，在评级市场准入、信息披露和评级机构内部管理等方面提出监管要求。

第五，促进影子银行系统的国际监管协调与合作，降低系统性风险。一是在影子银行系统中引入反周期机制，完善有关交易头寸和证券化的监管规定；二是加强对影子银行离岸经营的监管，建立各国、各国际金融机构的信息共享机制，定期汇总并分析市场数据，监测和预防单个机构和系统层面的风险，并达成各国通用的标准化税收信息协议，允许税务机构共享信息；三是谋求对影子银行监管的全球合作，建立各国政府都能接受的监管标准，发布具体的监管制度设计指引供参考，并注重国际监管政策的一致和行为的协调，健全国际金融风险预警系统，签订国际合作协议，完善救助机制。

迄今为止，针对影子银行系统的功能及其监管的争议日益广泛。赞同者强调应将其纳入到类似新巴塞尔协议那样的监管框架之内，弱化其私募性、复杂性、高杠杆性和不透明性。否定者则认为从监管视角对影子银行系统进行界定，明确监管主体并构建相应的监管框架是十分困难的，金融市场发育的深度和广度，已使得监管当局难以对影子银行系统实施真正有效的监管，影子银行的缺陷深深植根在金融体系之内。

主要参考文献

[1] Adir Turner, The *Turner Review*: *A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, pp: 21 -24, FSA, March, 2009.

[2] Axel A. Weber, *Securing Stability and Growth in a Post-crisis World*, *Global Imbalances and Financial Stability*, Financial Stability Review, No. 15, February, 2011.

[3] Ellen Brown, *The Credit meltdown and the Shadow Banking System*: *What Basel III missed Web of Debt*, September 22, 2010.

[4] Financial Services Authority, *A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March, 2009.

[5] Geithner, Timothy F. , Reducing Systemic Risk in a Dynamic Financial

System, Federal Reserve Bank of New York, June 9, 2008.

[6] Jean-Claude Trichet, *The Future of Risk Management and Regulation: Smarter Regulation, Safer Markets*, Frankfurt, March 23, 2011.

[7] Nouriel Roubini, *Financial Crises, Financial Stability, and Reform: Supervision and Regulation of Financial Systems in a World of Financial Globalization*, Geneva: World Economic Forum, January, 2008.

[8] Tobias Adrian, Hyun Song Shin, *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 382, July, 2009.

[9] United States Government Accountability Office (GAO), *Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated U. S. Financial Regulatory System*, GAO – 09 – 349T, February 4, 2009.

[10] Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 458 (07), 2010.

[11] 龚明华，张晓朴，文竹. 影子银行的风险与监管. 中国金融，2011 (3).

[12] 袁增霆. 中外影子银行系统的本质与监管. 中国金融，2011 (1).





第五章

次贷危机后政府救助方式的演进



次贷危机已成为大萧条时期以来全球最严重的金融危机，对全球金融体系和实体经济都造成了重大的负面冲击。美国、欧盟、中国等重要经济体纷纷采取救援措施应对危机，以缓解危机对金融行业和实体经济的不良影响。相比20世纪几次重大的危机而言，本次危机影响更为深远，各国政府在短期和中长期如何逐步消除危机的影响，成为政府工作的重要任务。本章主要讨论危机演变过程中政府的应对政策，以及金融部门的危机救助方式。

第一节　次贷危机救助方式的比较研究

一般而言，金融危机的爆发不仅有市场运行的问题，也是政府政策不当的结果。大萧条以来，政府一直和市场行为相互交织，尤其是在金融市场和金融体系发生危机时，政府的救助往往是最后的“稳定器”，政府的介入也是最好的选择。如何恢复市场功能、重建资源配置的机制以及稳定宏观经济运行机制成为政府干预的主要任务。

始于次贷危机的全球金融危机给各国带来了严重的金融和经济问题，美国财政部、美联储以及国际组织等共同应对金融危机的冲击，在危机救助过程中形成了多中心、多手段的治理模式，其制度安排和机制设计灵活，很多措施是历史上不曾实施过的，尽管其效果还有待检验，但其思路为从公共治理视角分析危机救助提供了新的借鉴。

一、危机爆发后美国的救助政策

次贷危机爆发以来，美国政府和美联储所采取的救助措施主要有：一是直接或间接向金融机构注资或提供担保，舒缓金融体系流动性不足的局面；二是适时地进行政策放松和经济改革，利用货币政策工具调控宏观经济，以恢复市场信心和市场功能；三是政府成立资产管理公司，处理大量的问题资产，将问题资产与金融体系相隔离；四是在危机后进行相应的金融改革和制度调整。

（一）分阶段的财政部门金融救助

财政注资是金融危机的短期救助中最主要的方式，也是争议最多的方式之一。2007 年以来，美国财政救援经历了两个阶段：

第一阶段是 2008 年 10 月以前，美国政府的危机救助思路集中体现在紧

急经济稳定法案和问题资产清理计划当中。主要措施是建立资产管理公司清理金融机构的不良资产，因循当年处理储贷危机的资产重组托管公司（RTC）模式①。

第二阶段是2008年10月危机恶化以后的资产救助阶段，美国政府酝酿并实施不良资产援助计划（TARP），计划的核心是政府投入7000亿美元低价购买金融机构的不良资产，待市场初步稳定后政府再将这些资产出售；2009年1月，财政部和联邦存款保险公司提供约118亿元的贷款资产池，以支持住宅和商业房地产贷款等证券类资产；2009年2月美国财政部公布的《金融稳定计划》，和参议院通过的总价值为8380亿美元的财政刺激法案，为政府救市开辟了一条新的途径。全面而有力的金融稳定计划，主要包括四个方面的政策措施：

一是成立金融稳定信托基金。一是政府将要求资产超过1000亿美元的大型银行接受一个全面的压力测试，以衡量这些银行消化损失、维持借贷的能力和资金要求；二是实行资本援助计划，为了鼓励银行通过金融市场消化损失并获得额外资本，政府将提供缓冲资本；三是成立金融稳定信托基金，掌管在资本援助计划中的资金，管理政府对金融机构的投资。

二是成立公私合营的投资基金。该基金是和金融稳定信托基金并行的投资基金，由财政部、美联储、联邦存款保险公司和私人投资者共同投资，旨在通过政府资金的杠杆效应撬动私人资本，重新恢复私人部门参与金融市场，以最小化政府投资，最大化私人资本的参与，进而解决问题资产。

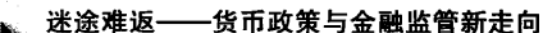
三是启动消费和商业信贷新计划。这一计划最高将筹集1万亿美元的资金，以启动二级信贷市场，降低信贷成本，恢复信贷市场的基本功能。这个方案将提供500亿美元的资金，降低抵押贷款的还款额度和利率水平，规避“可避免的止赎现象”持续产生。

四是美国政府强调透明性、责任性、救助条件性和监管原则，同时将启动小企业和社区借贷计划，提高对小企业的信用担保水平至90%，并减少相关费用。

（二）金融部门的货币政策工具

自次贷危机爆发以来，美联储所采取的救助措施主要有：一是发挥最后

① 寇莎．从金融危机救助看RTC模式的失效问题．商业时代，2009（21）．

贷款人的作用，直接或间接向金融机构融资；二是利用货币政策工具调控宏观经济。

1. 最后贷款人作用的发挥

根据美国相关法律规定，如果任何一家公司无法通过其他渠道筹集资金，而该公司的破产倒闭又将威胁到美国整体经济，则美联储有义务向其提供融资。美联储救助贝尔斯登和美国国际集团（AIG）而允许雷曼兄弟破产倒闭，即是这一条款的生动体现，救助过程主要遵循两个原则：一是金融机构“大而不倒”原则。美联储认为投资者和公众对雷曼兄弟破产有充分的预期和准备，而贝尔斯登和AIG交易规模巨大，尤其是AIG还从事实业经营，涉及面广泛，其倒闭必将引致金融体系和实体经济的剧烈动荡；二是美国中央银行法详细规定了美联储作为最后贷款人的条件：其一，金融机构必须有足额担保以确保央行贷款的返还；其二，央行无权将贷款投放于可能导致纳税人损失的救助。

2. 货币政策救助分析

次贷危机恶化以来，美联储实行一揽子货币政策，打破常规，大力增加市场流动性，试图使危机影响仅局限于虚拟经济层面。在传统政策工具效果不明显的情况下，美联储开始实行“更改央行资产负债表构成”的政策措施，自2008年3月先后推出一级交易商信用工具（PDCF）、定期证券借贷工具（TSLF）、资产支持商业票据货币市场共同基金融资工具（AMLF）、商业票据融资工具（CPFF）、货币市场投资者融资工具（MMIFF）和短期资金标售工具（TAF）等创新型金融工具。

货币政策工具的创新带来了两方面的影响，一方面延长了贷款期限，抵押品范围由传统的国债抵押扩展到AAA级非机构债券抵押，注入流动性对象由传统的商业银行向货币市场基金、投资银行和保险公司、商业票据市场甚至是实体经济扩展，降低了金融机构获得流动性的成本，增加了市场流动性。另一方面对巴格霍特原则的放宽，一定程度上增加了金融机构从事高风险投资活动的道德风险，增大了政策操作的难度。随着次贷危机愈演愈烈，美联储在系统性风险和道德风险之间的平衡愈加困难。除此之外，美联储还继续沿用了货币政策的三大基本工具：基准利率政策、贴现利率政策和存款准备金利率政策。

第一，通过降低基准利率来影响整个金融体系的整体利率水平，从而影响市场流动性。2008 年 9 月次贷危机恶化升级之后，美联储在三个月内 3 次调降基准利率累计达到 175 个基点，美国基准利率居于 0 ~ 0.25% 之间。自次贷危机爆发至 2008 年 12 月，美联储已经累计下调基准利率 500 个基点。

第二，2008 年 9 月之后，美联储三个月内 3 次下调贴现利率累计 175 个基点，帮助受困金融机构以更低的成本获得所需流动性。自次贷危机爆发至 2008 年 12 月，美联储累计下调贴现利率 575 个基点，并将基准利率与贴现利率的差距由 100 个基点降至 25 个基点。此外，美联储在危机恶化之前还曾多次放宽可接受贴现票据的范围。

第三，次贷危机恶化升级之后，为增加受困金融机构的收入并减小公开市场业务的压力，美联储宣布向存款准备金支付利息，将法定存款准备金利率与同期联邦基金平均利率水平的利差始终维持在 10 个基点，向超额存款准备金支付的利率为 0.75%。截至 2008 年年底，美联储调降基准利率至 0.25% 之后，将法定存款准备金利率下调至 0.79%，将超额存款准备金利率下调至 0.25%①。

二、国际上各主要机构的危机救助内容及特征

在经济和金融全球化的背景下，一国的金融危机很容易转变为全球公共危机，危机治理主体日益增多，博弈过程日益动态化、复杂化。金融危机早期，由于各国的政治制度、经济发展水平、资源禀赋等差异以及联合救助中的利益分配问题，各国难以产生高效率的协调机制共同应对全球金融危机，只能自行救助危机。各国自救行动虽避免了本国危机进一步恶化，但客观上却造成以邻为壑，其他国家被迫效仿，否则会由于资金的自由流动，而造成不同国家金融机构之间的不平等竞争，从而加剧金融危机向小国蔓延。

（一）危机救助的主要内容及一般模式

国际货币基金组织（IMF）在 2009 年《危机初期教训》中指出，国际金

① 邹新，程实．金融危机中的美国救助政策全面探析．中国经济报告，2009 - 2 - 18.

融组织未能成功组织国际层面的有力合作是应对全球性金融危机的一个失误。首先，IMF长期以来为西方发达国家掌控，将重心放在监管发展中国家金融活动，忽视了发达国家的金融弊端；其次，从总量来看，IMF基金规模太小，与世界经济增长规模不协调，救援能力不足；最后，从结构来看，IMF份额与当今世界经济结构不匹配，中国等新兴经济大国在IMF中的份额比例较低，制约了其在金融危机中的救援能力①。

危机进一步恶化之后，如何均衡各方救助主体的利益、建立快速决策机制、加强国际协作以及形成有效的危机治理模式，成为各国政府、金融机构共同面对的现实问题。

1. 英国：流动性保险和金融控股公司的监管

次贷危机之后，为缓解广大金融机构流动性不足的状况，英国央行采取了一系列措施：一是为部分企业和市场提供流动性保险；二是督促金融机构和公司制订恢复计划、资金和管理层的决议；三是金融机构对于亏损业务逐步破产的解决方案，主要有存款保险制度的决议派息计划，以及官方部门的紧急流动性援助和资金的最后贷款人。英格兰银行在政策实施过程中，严格遵循相关原则，用以援助、改善市场的流动性（见表5－1）。

表5－1　英格兰银行危机后的监管新理念

面对的问题	遵循的原则
流动性保险	决不能绕开货币政策，只对商业银行提供
抵押贷款	交易对手违约时重视资产管理，尤其是各种附加的特殊风险
具有更广泛抵押品的贷款	具有较长的还款期限，防止过多的风险暴露
信贷	避免银行过多地采取不正当奖励措施所导致的流动性风险

2009年2月英格兰银行通过《英国特别决议制度》，对银行法中涉及银行破产的部分进行修正，减少一般的风险监督，利用更加灵活、广泛的政策工具来解决银行问题，并设置全面、透明的保障措施来保护股东和债权人的利益，以达到保持金融稳定、维护银行部门信心的目的。目前英格兰银行面临建设更加健全的金融体系的挑战，包括监管、结构调整和破产解决方案。

① 刘瑞，刘霞．公共治理视角下的美国金融危机救助机制分析．陕西师范大学学报（哲学社会科学版），2009（5）．

过去，央行的政策工具是有限的，利用自身财政资源，政府没有提供财政支援，这将有助于促进有序的清盘机构开展破产清理活动。另外，金融服务补偿计划在解决过程中也发挥了重要作用①。

除央行之外，英国金融服务管理局规定，金融机构应定期提供业务相关数据，以使监管当局能够实行评估方案和执行相关决议；银行应经常更新其客户数据，并接受监管当局的审查。此外，英国金融监管当局正在研究如何处置大规模的金融控股公司，商议利用其他类型的公司代替超大型金融企业。从过去12个月的形势来看，目前美、英等国对大型、复杂的金融机构已实施了更加严密的监管措施。

2. 欧洲：银行破产法的修正

由于东道国和对手国之间存在着破产决议的法律上的冲突，近20年来国际商业银行由于信贷业务倒闭而引发破产程序的紊乱，促使欧洲银行对破产法在信贷机构重组及清仓指令等方面进行修正。此外，巴塞尔委员会也从解决跨境银行破产法、决议制度和监管等方面，发布了广泛适用的审查制度。

除了存款保险制度，怎样才能使银行业在破产时自行承担救助费用？本次危机中，世界各地的政府对银行的救助远远超出了存款保险制度的保障范围，这种援助是必要的，避免了整个系统的崩溃，但在援助过程中更应该援引公平与激励原则。一个可能的出发点是，央行自行决定流动资金的支援行动，即所谓的紧急流动性援助②。

3. 跨境决议的发展：利率工具和货币互换协议

次贷危机进一步升级之后，各国加大了货币政策的国际协作力度，并逐渐对联合救市达成共识。一方面，2008年10月，美联储联合欧洲央行、英格兰银行及加拿大、瑞士和瑞典的央行同步降息50个基点；另一方面，美联储先后与10个国家签订或扩大了临时货币互换协定以增强离岸市场美元流动性。到2008年10月，美联储与新西兰央行签订总额150亿美元的货币互换协定，与英国央行、欧洲央行、日本央行和瑞士央行的货币互换协定金额提升到无限量，与加拿大央行、丹麦央行、挪威央行、澳大利亚央行和瑞典央行

① Andrew Bailey, *The UK Bank Resolution Regime*, Delivered to the ICAEW Financial Services Faculty breakfast, London, November 26, 2009.

② Paul Tucker, *Speech on Financial Stability*, Bank of England, November 16, 2009.

分别签订了300亿美元、150亿美元、150亿美元、300亿美元和300亿美元的货币互换协定。从未来趋势看，各主要国家的中央银行还将继续通过多种途径增强货币政策国际协作。

（二）各国危机救助的特点

危机爆发后，各国央行联手降息和注资对于市场信心起到了一定的稳定效果，但是在应对世界经济的系统性风险问题上，危机爆发后始终没有一个权威机构发挥领导作用进行总体负责、评估和协调。总的来看，各种危机救助措施和出台的相关政策呈现以下特征：

第一，基准利率调整力度大。2008年9月危机升级之后，各国救助政策体现出历史罕见的大力度，财政支出和货币政策创新很大程度上突破了常规。从最重要的基准利率政策看，在过去30年，三种泰勒规则模型①估算出的预期利率大多接近基准利率。2008年11月美国1%的基准利率较德意志银行模型的估算值低98个基点，较通胀/失业率缺口模型的估算值低210个基点，较Stone & McCarthy模型的估算值低148个基点；该年12月美国0.25%的基准利率比三种模型的估算值分别低87个、220个和147个基点，表明美联储基准利率调整的力度之大超出了理论估算和历史传统。

第二，救助政策变化频繁。危机进一步升级之后，市场形势变化速度之快远超过预期，政策制定者根据现实变化以及政策实行中出现的问题，不断改变政策目标、措施、实施力度和具体操作。例如，在TAF、TSLF和PDCF推出之后，美联储及时发现这些流动性注入政策对缓解信贷紧缩向实体经济蔓延的针对性不足，便迅速推出了新工具AMLF；美国财政部推出7000亿美元救助计划之后，其对受困银行不计成本、不加约束的救助方式受到广泛批评，为增强政策可持续性和政策激励的有效性，财政部将救助方式由购买不良资产向购买股权转变，并扩大监管范围，对接受援助的金融机构的薪酬制度进行规范。

第三，救助系统性强。次贷危机后各国救助政策搭配呈现出较强的系统性，例如美国财政部的救助计划旨在避免金融机构的大范围倒闭，美联储的

① 泰勒规则也称利率规则，该规则表明了中央银行的短期利率工具依经济状态而进行调整的方法。包括德意志银行模型、通胀/失业率缺口模型和Stone & McCarthy模型。

一系列货币工具旨在激活市场流动性，基准利率调整则旨在为经济、金融复苏营造宽松的货币环境；英格兰银行对银行流动性保险进行制度规范，而英国金融服务管理局侧重于对金融控股公司的监管。在分工明确的政策体系之中，货币政策和财政政策内部和相互之间的协调性也在不断增强。

三、危机救助过程中的“逆效合作”问题

目前，贸易、投资和金融的全球化进程使得民族国家的经济体系与世界经济的融合程度不断加深，各国金融经济之间的相互影响不断强化，而风险隔疫不断弱化。为了降低经济全球化的风险，从布雷顿森林体系建立以来，西方发达国家开始进行国际货币合作的实践。其中，美国金融危机的救助机制有许多可借鉴之处，坚持及早、依法救助的原则，采取多中心、多手段治理和国际协作救助，从非合作博弈转向合作博弈是危机治理的必然途径①。但从另一方面看，这些国际货币合作是否真正能够达成各国合作的预期目标？危机救助时的国际合作救援是否能够成功？一些经济理论揭示，国际货币合作可能取得政策协调效果并带来合作成员的净福利增进，但也可能较之不合作的孤立政策决策的效果更差，后者被称为国际货币的“逆效合作”（Counter-productive Cooperation）。

（一）国际货币政策的“溢出效应”

如果全球化导致各国在货币经济领域的相互联系和相互影响日益加深，那么一国货币政策影响和受制于其他国家的货币政策就相当自然，由此产生了呼吁各国放弃孤立的货币政策，进行国际货币合作的各种理论②。

在开放经济条件下，一国所采取的货币政策不仅会影响本国经济运行，也会通过多种途径传导到其他国家，即货币政策的“溢出效应”（Policy Spillover Effect）；相应地，其他国家的货币政策也可能传到国内，并影响这个国家的政策效能，即货币政策的“溢入效应”。因此经济全球化的加深导致只有

① 刘瑞，刘霞．公共治理视角下的美国金融危机救助机制分析．陕西师范大学学报（哲学社会科学版），2009（5）．

② Khan, S., and C. Reinhart, *Capital Flows in APEC Region*, IMF Occasional Paper, No. 122, May, 1995.

小型开放经济体才可以基本不考虑政策的溢出效应，而大国在制定货币金融政策时，就不能不事先考虑相互间的政策溢出并进行政策协调。所谓的“政策溢出”，是指在经济相互依存不断加深时，一国的政策行为将影响别国的福利函数，而他国的政策行为同样将影响本国福利函数的达成，从而必须通过货币合作来降低整体福利损失。

（二）国际货币政策协调的“逆效合作”

政策溢出导致国际货币合作理论的出现，然而很快引起非常大的争议。实践中，国际货币合作并不总是有效的，有时合作反而会带来严重的负面效应，合作参与者的福利函数较之孤立不合作时更差，这就是国际货币政策的“逆效合作”，按其产生原因可以分为五种理论。

一是国际货币逆效合作的市场理性预期论。该理论认为市场主体的理性预期会使政府制定的政策趋于无效，或者使政策产生的效果偏离政府预期。在国际货币合作中，假定两个国家的政府都希望增加货币供给，从而减少国内失业，促进经济发展。如果两国市场主体都是理性的，能够预期到互相的协调，便会事先提高对通货膨胀的预期，那么扩张性的货币政策就会无效。在这种情况下，国际货币合作对失业没有改善，只是推进了通货膨胀①。

二是国际货币逆效合作的政策制定者非经济动机理论。该理论认为货币政策制定者的不纯动机会导致他们之间进行的国际货币合作失去效力。一国政府制定政策的动机经常是非经济因素占主导地位，显然政策溢出将给其他国家一个意外的需求冲击，他国为避免通货膨胀将被动地实施紧缩性财政政策，这一结果严重偏离了各国实行稳健财政协调的初衷。又如，七国集团（G7）的货币合作基本无效或逆效，其根本原因是政策制定者的动机不纯，导致 G7 货币合作的后果是贸易战和金融战。

三是国际货币逆效合作的强势国家主导理论。该理论认为，强势国家对弱势国家的压制，可能是导致国际货币合作逆效的主要原因。美国常出于自身利益的需要，以美元贬值作为武器，威胁其他国家实施国际政策合作。既然国际货币合作是由强势国家主导的，其他国家的参与是非自愿的，那么逆

① Rogoff K. , *Can International Monetary Policy Cooperation Be Counterproductive*? Journal of International Economics, May, 1985.

效合作的结论就不言自明了，国际货币合作只不过是新经济霸权主义的表现①。

四是国际货币逆效合作的不确定性理论。该理论认为如果货币合作有效性的前提是各国政府对货币政策理论有类似看法，否则合作只可能是不确定的和逆效的。实际上，各国对于参与国际经济协调的成本和收益的估计不同，对世界经济的运行机制和存在问题的看法也不一致，不确定性的存在使它们很难就协调达成一致。即使这些国家实施国际货币合作，有些国家也会认为合作是逆效的。宏观经济是一个“噪音系统”，存在很多干扰因素和外生变量，政府经济政策的制定是相当主观的，对宏观经济模型和政策的修正都十分缓慢。由此可以推出，建立在主观判断基础之上的国际货币合作的效力值得怀疑②。

五是国际货币逆效合作的联盟博弈理论。该理论将博弈论引入国际货币的逆效合作。货币合作成为逆效的原因有两个：一是搭便车行为。货币合作是有成本的，如果合作体系本身缺乏制度化的监督机制，那么合作带来的福利增进就成为类似公共物品的东西，货币合作体系中较小的参与者就有搭便车的动机，货币合作将因搭便车行为缺乏制约而失败，成为逆效合作。二是国际货币合作的持续性和置信度问题。由于政府间的货币合作往往时分时合，导致私人部门对其可持续性持怀疑态度；国际货币合作中也面临置信度问题，例如欧盟那样的制度化合作是可置信的，而以单边自由主义为特色的 APEC，其货币合作就可能因不可置信而成为逆效的③。

四、危机救助政策对市场的影响

金融危机期间，政府适时适当干预金融市场是遏制金融危机的有力手段。各国政府推出的救市法案，通过不良资产剥离、流动性及时注入、对缓解市场恐慌和货币政策了创新等方式，缓解货币市场信贷紧缩起到了明显作用。

---

① 钟伟，张明．国际货币的逆效合作理论述评．经济学动态，2001（4）．

② Ghosh. A.，and M. Paul，*International Policy Coordination in a World with Model Uncertainty*，IMF Staff Papers，Vol. 35，Jun.，1988.

③ 戴维·里维恩等．国际货币经济学前沿问题．中国税务出版社，2000.

各国政府采取系统性的危机救援措施有助于遏制危机、稳定市场，促进金融的进一步发展。

（一）对市场信心的影响

救助政策出台的目的之一是缓解次贷危机升级造成的市场心理恐慌。考察美国金融市场情绪变化的重要指标是波动率指数（Volatility Index，VIX），俗称恐慌指数，主要反映了 S&P 500 指数期货未来 30 天的隐含波动率，被市场公认为“投资者情绪指标”，VIX 指数越高，代表市场对未来指数波动程度的预期心理越重，心态愈是恐慌（如图 5－1）。

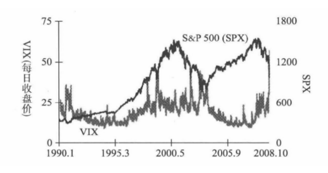


图 5－1　VIX 和 S&P 500

资料来源：CBOE 和 Bloomberg（1990 年 1 月－2008 年 10 月），www. cboe. com/VIX.

危机升级之前，VIX 指数虽然缓慢上升，但依旧处于 30 点以下，表明次贷危机爆发以来市场恐慌情绪的蔓延和上升尚未失控。危机加剧之后，美联储和财政部放弃救助雷曼兄弟，VIX 指数从前一天的 25. 66 点上升至 31. 7 点，市场出现恐慌迹象；众议院否定 7000 亿救助法案，使得 VIX 指数进一步蹿升至 46. 72 点；而后众议院通过修改后的新 7000 亿法案，美联储联合降息，这两大救助政策不仅未能立刻缓解市场紧张，反而使恐慌情绪更为浓烈，VIX 指数上升至 69. 95 点。随后一系列政策的接连出台让市场情绪上下起伏较大，当美联储同四个主要央行签订无上限货币互换以及向存款准备金支付利息之后，VIX 一度出现较大下降。总的来看，不断增强的危机救助政策避免了市场情绪的崩溃，并导致市场恐慌情绪开始小幅缓解，但危机救助政策尚未能起到全面挽救市场信心的作用，市场恐慌情绪依旧严重。

（二）对信贷紧缩的影响

次贷危机之后最为严重的是金融机构的信贷紧缩问题。各国救助政策接

连出台的主要目的是通过流动性注入、市场激活等方式缓解信贷紧缩。2008年9月，三月期美元LO（伦敦银行间同业拆借利率Libor与隔夜指数掉期OIS利率）利差开始连续上升，直至10月的364个基点，创最高记录。随后，在美联储加强货币互换和为存款准备金付息的政策影响下，紧缩势头有所缓解，LO利差开始明显下降，11月降至166个基点，表明一系列危机救助政策，特别是流动性注入及其相关货币政策已经取得明显成效（如图5－2）。通过货币政策在危机升级中的不断创新，救助政策已经对缓解货币市场信贷紧缩起到了明显作用，但目前信贷紧缩局面并未消除，其程度还高于危机升级之前。

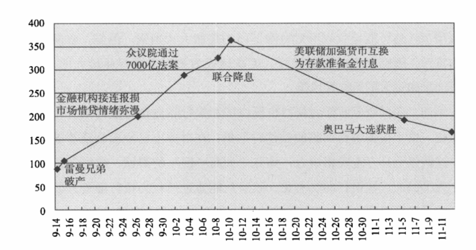


图5－2　三月期美元LO利差走势（2008年9－11月）

（三）对股票市场的影响

次贷危机之后，美国股市大幅下跌，2008年9月15日，雷曼兄弟申请破产，道琼斯指数当日下跌1.16%，跌破11000点；10月6日，道琼斯指数跌破10000点；10月8日，联手降息之后道琼斯指数又下跌了2%；10月13日，受无上限货币互换和支付准备金利息的影响，道琼斯指数上涨11.08%，随后市场进入大幅震荡期。总体而言，在金融稳定和经济前景方面，美国政府仍然面临许多重要的问题，金融稳定计划的不确定性可能产生重大的负面影响。

首先，有毒资产问题无法及时解决，银行体系风险不断累加。金融稳定计划采取资产救助方式，政府提供缓冲资本，鼓励银行等金融机构通过金融

市场和私人资本消化损失，恢复市场功能。但是，由于缓冲资本规模有限，私人资本参与存在不确定性，银行通过金融市场处置问题资产、消化损失、恢复功能的政策目标可能无法实现。

其次，信贷市场功能的发挥难以正常化。由于问题资产处置存在风险，银行可能无法轻松上阵，就可能导致信贷进一步紧缩，这无疑会给信贷市场带来雪上加霜的后果，信贷市场的融资功能将受到极大的冲击。由于信贷紧缩，二级市场的交易和发展将受到限制，抵押贷款的证券化过程将受到压制，投资者缺乏投资工具，银行难以通过资产证券化回流资金。

第三，政府背负大量不良资产，可能导致严重的风险。政府管理的资产大幅增加，这可能导致政府对金融部门的控制大大加强。但是，政府大规模扩大资产，面临巨大的财务风险。美联储成为美国金融行业最大的债权人，这可能酝酿更大的系统性风险。

第四，美国政府面临的保持市场经济和银行私有化与银行国有化的矛盾将激化。由于很多银行面临的是偿付危机，在财务上已经面临清算破产，但是，这些银行具有重要影响力，具有“大而不倒”的禀赋，政府必须给予救助。为了保证这些银行的私有化，政府只能通过债权为银行融资，如果这些银行的状况得不到改善，政府的资金投入将会是一个无底洞。

由于银行体系和金融体系的资金融通和资源配置功能无法正常发挥，美国经济进一步下滑，外部需求继续下挫，其他国家的出口将面临更大的困难，给新兴国家的出口和全球经济增长带来冲击。救助政策初步阻止了全球经济的过快下跌，但并未能挽救市场颓势，市场不确定性依旧较大。

五、危机救助的“黑天鹅现象”

黑天鹅现象（Black Swan Event）是指金融市场发生的概率极小、破坏性极大且可预测性极低的现象。在次贷危机剧烈恶化之后，美联储推出的一系列救助政策不仅没有立刻起到挽救作用，甚至当7000亿救助法案通过和美联储联合几大央行共同降息之后，信贷紧缩更趋严重、几大股指不涨反跌、市场信心更趋恐慌。7000亿救助法案和大幅降息为何导致市场形势更趋恶化？这一与经典理论和历史经验相悖的“黑天鹅现象”值得高度关注。

（一）“黑天鹅现象”的原因

黑天鹅现象出现的根源在于政策信用的缺失。当以信用为生命线的金融机构出现困难进而引发金融市场混乱之际，只有政府向市场有效输入政策信用才能避免市场的急剧恶化，但美国救助政策一开始输入的政府信用是“破损”的，当市场对政策制定者缺乏信任的时候，政策效力往往无法发挥，甚至会变成市场进一步恐慌的导火索。通过一系列潜在转变，美国救助政策的黑天鹅现象在 2008 年 10 月中旬逐渐消失，政策有效性显著加强，部分金融领域呈现出企稳迹象。

金融危机爆发将影响金融稳定性。在金融危机爆发之后，市场开始出现严重的惜贷和信用紧缩（credit crunch），尤其是大型金融机构的纷纷倒下，给市场带来了巨大的信心问题，货币供应和资金配置在一定程度上脱离中央银行的控制，而越来越多地受制于经济体系内部因素的支配。在金融市场出现“黑天鹅现象”之后，美联储和财政部开始通过完善救助体系、改变救助目标和解决资金约束等方式着手补救政策信用，以期增强政策救助的有效性。

（二）从“黑天鹅现象”看危机救助政策的关键因素

结合救助政策实施过程中出现的“黑天鹅现象”，我们分析得出，美国危机救助政策未来能够起到有效作用的关键取决于财政政策的持续性、货币政策的持续性、消费方式的潜在变化和预期的可能变化①。

1. 财政政策的持续性

政策无效的黑天鹅现象源自政策信用的缺失，而救助政策未来成败的要点之一就是美国财政部能否获得足够融资以支撑其政策信用。具体可以分解为两方面内容：其一，美国财政部能否继续大量增发国债？次贷危机升级之后，美国国债总额不断增加，救助法案将国债发行限额从之前的 10.615 万亿美元提高到 11.315 万亿美元，美国的发债空间在得到扩大后再次逐渐缩小。2009 财年美国财政部最高面临 2 万亿美元的融资需求，这势必要求美国国债限额继续快速提升。其二，不断增发的美国国债能否被市场有效吸收？外部持有者能否在美元汇率波动、全球经济衰退和金融风险加大的背景下继续持

① 邹新，程实. 金融危机中的美国救助政策全面探析. 中国经济报告，2009-2-18.

有并进一步购买新增美国国债，将对美国财政政策的可持续性带来深远影响。

2. 货币政策的持续性

未来救助政策成败的要点之一是美联储能否大幅扩张资产负债表以维持货币政策的政策信用。危机后美联储不断推出新流动性注入工具，这些短期救助政策导致美国资产负债表不断扩大。虽然同期美联储持有国债所占总资产比例从51.9%降至23%，但准备金付息政策形成的“市场底”已经让美联储无须持有高比例国债。未来关键在于，美联储的总资产能否继续倍数扩张？根据日本央行在20世纪90年代应对信贷危机的经验，美联储还能继续将总资产扩充1倍左右，如果美联储的资产负债表扩张能够如历史经验般顺利进行，那么货币政策的政策效力将有望得到保障。

3. 消费方式的潜在变化

扩张性货币政策和财政政策的有效性取决于市场主体的政策弹性，未来救助政策成败的要点之一是市场会否发生导致政策弹性不足的重大转变。如果消费者继续转变消费模式，大量减少消费信贷，如果投资者对未来的市场预期长期看淡，那么降息和减税对消费和投资的刺激作用将难以发挥。

4. 预期变化

从大萧条的经验看，市场通缩预期的形成将加大债务人的心理负担，进而导致资产市场恐慌性的甩卖，形成资产缩水和非理性抛售的恶性循环。未来救助政策的要点之一就是能否避免通缩预期的形成，如果扩张性政策无法转变市场的通缩预期，那么政策效力将难以显现。

总之，次贷危机爆发及进一步恶化之后，一系列的救助政策对金融领域产生了部分有利影响，但对实体经济领域尚未发生作用。由于不确定性广泛存在，未来的政策救助能否拯救美国经济，以至全球经济，还难有定论，几个决定政策成败的要点值得我们持续关注。

第二节 央行传统的危机救助及建设性模棱两可

央行最后贷款人职能的确立已有200年的历史，但是传统的危机救助有可能带来道德风险并严重恶化央行的金融资源。事前不明确公布危机救助的触发条件，使得央行在是否行使最后贷款人职能时相机抉择的“建设性模棱两可”越来越受到关注，本节主要介绍建设性模棱两可的有效性、动态实施过程及其缺陷。

一、央行充当最后贷款人实施危机救助的缺陷

最后贷款人（Lender of Last Resort，LOLR），是一国货币管理最高当局为化解银行危机，向暂时出现流动性困难的银行提供紧急援助的一种制度安排，主要目的是避免挤兑波及其他银行并引发系统性的金融危机，增强公众对银行体系的信心。从中央银行职能变迁的历程来看，充当最后贷款人是中央银行一项最古老的职能，自实行以来发挥了有效的作用，但传统的最后贷款人理论在20世纪末受到了多方面的新挑战，概括起来可分为两点：

第一，近几十年来几次大的金融危机表明，中央银行所能支配的资源有限，必须有选择地、谨慎地使用最后贷款人职能。Goodhart 和 Schoenmaker（1995）对24个工业国家银行业的研究显示，在全世界的104个银行危机案中，有73个被挽救，其中只有两例是中央银行单独拯救困难银行，其他的有问题银行都是通过中央银行、商业银行、存款保险计划以及政府联合提供的资金而得以挽救①。

① Goodhart C., and D. Schoernmaker, *Monetary Policy and Banking Supervision*, Oxford Economic Papers, Vol. 47, October, 2005.

第二，某些金融机构规模很大，中央银行考虑到其倒闭可能会导致整个金融体系的崩溃，而出面给予不必要的担保和贷款，这就是“大则不倒”，传统的央行最后贷款人职能使得这些大银行产生道德风险，从而削弱市场惩戒的功能并增加风险的累积，市场深信会获得援救将导致过度冒险①。

因此，中央银行在实行最后贷款人职能时，其自身资源的有限性，以及银行体系潜在的道德风险，使得我们必须重新设计最后贷款人框架本身，这是近年来“建设性模棱两可”（constructive ambiguity）原则日益受到关注的主要原因。

二、“建设性模棱两可”的含义及对危机救助缺陷的弥补

建设性模棱两可是指央行事先故意使其是否履行最后贷款人的条件（conditionary）变得模棱两可，以最大限度地降低道德风险，并给予央行是否进行危机救助以最大限度的自主判断。最早提出这一概念的是 1990 年美联储纽约分行总裁 Corrigan，他认为央行在实施最后贷款政策的时候，是否做、何时做、如何做等实质性内容事先是不确定的。LOLR 政策的实施要依据央行对案例具体情况、产生背景、采取行动的成本收益分析等判断②。G10 在关于中央银行职能的报告中提到，央行应从谨慎出发，关于是否、何时、在何种条件下提供支援的任何预先承诺都应该制止，在决策时要严格分析是否存在系统性风险。如果已经存在，要考虑应对系统传染效应的最优方式，尽量减少对市场运行规则的负面影响③。

随后，关于“建设性模棱两可”的研究开始引人关注。Freixas（1999）认为，不论中央银行是否制定最后贷款政策，都应该使该条件模棱两可，在考虑道德风险的前提下，中央银行的最佳策略是救助或者使用混合战略均衡，

---

① Mishkin F. S., *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper No. 8087, January 2001.

② Corrigan, E. G., *Statement Before US Senate Committee on Banking*, Housing and Urban Affairs, Washington D. C., 1990.

③ BIS, *Real-time Gross Settlement Systems: A Report Prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the G10 Countries*, 1997.

即在银行的未担保负债达到一定程度时清算该银行①。Rudolfs 和 Kristian（2000）建立动态模型，认为建设性模棱两可将是央行的最优选择，它可以在兼顾市场纪律和资本配置的基础上改善福利②。因此，央行的最后贷款人职能必须是"建设性模棱两可"的，央行绝对不事先承诺一定救助问题银行，银行在身陷困境时是否得到央行的救助，取决于央行对问题银行如果破产对金融体系产生的冲击成本，以及央行为救助问题银行产生的救助成本之间的权衡。

三、"建设性模棱两可"的有效性及其动态过程

（一）建设性模棱两可的有效性分析

建设性模棱两可的目的是使市场无法洞悉其救助的原则，从而防范道德风险，它并不是说中央银行不制订任何救助规则，从这个意义上来说，建设性模棱两可策略的选择实际上是对纯战略（pure strategies）均衡和混合战略（mixed strategies）均衡的选择。

在央行采取纯战略均衡的条件下，将会使银行的行为发生扭曲：一是引发大银行产生道德风险，使得大银行为起死回生而放手一博；二是容易使小银行产生盲目扩张的扭曲冲动；三是加重银行之间的过度竞争，对银行体系的稳定性造成不利影响。

中央银行采用混合战略，而不给予正式的承诺，在两种制度间加以"自主"的、"相机性"的选择，给金融机构造成了不确定性，金融机构不能猜到中央银行选择实行什么纯战略，就不会选择投资超高风险项目的纯战略，而相应地也采用混合战略来最大化自身的预期效用水平，最终有利于央行节约其危机救助资源、维持金融的稳定和降低道德风险，并降低了金融体系的系统性风险，进而提高了社会整体的福利水平。

---

① Xavier Freixas, *Optimal Bail Out Policy*, Conditionality and Constructive Ambiguity, June 23, 1999.

② Rudolfs and Kristian, Bank Crises in Emerging Markets and the Optimal Government Bail-out Policy, April, 2002.

（二）建设性模棱两可的动态决策过程

随着金融危机形式的日益多样化，央行的救助方式不可能完全通过规则细化，即使在目前，救助方式也是多种多样的，包括中央银行直接贷款援助；由中央银行牵头，设立特别机构或专项基金提供财务援助；中央银行授意，组织大银行集资救援；由中央银行出面担保，帮助问题银行渡过难关等。如果救助规则不加以细化，而代之以模糊的标准，便在事实上实行了“建设性模棱两可”政策，这比制订严苛的规定更具可行性，但实施的效果取决于中央银行在救助事前、事中和事后的动态决策态度。

1. 中央银行的事前安排

在执行“建设性模棱两可”的过程中，中央银行在救助事前的态度主要归结到三个问题：如何对待“大则不倒”原则，是否制订明确的救助条件，以及救助条件是否披露。针对这三个问题，“建设性模棱两可”的事先安排大致如下：

第一，央行不必许诺对倒闭的银行全部实施救助，以避免“大则不倒”演变为央行与大银行心照不宣的原则①。在“建设性模棱两可”的实施过程中，中央银行应当向公众宣布：虽然可能事关系统性风险，失败的大银行仍很可能不被以“大则不倒”的政策援助，央行只是随时准备为剩余的银行体系铺设安全网络，防范第一家大银行倒闭可能引发的流动性风险传染和更严重的系统性风险。这种立场将迫使未保险储户或贷款者不得不考虑银行倒闭带来的损失，减少大银行过度冒险的道德风险问题②。

第二，中央银行对最后贷款人的行使条件作出严格限制。如日本银行规定只有满足以下条件时，才能向一家有问题银行提供资金：一是发生系统性风险的可能性很大；二是没有其他替代方法，而且中央银行的援助是成功解决问题所不可缺少的；三是所有有关责任方都应承担责任来避免发生道德风险；四是中央银行的金融稳健性将不会遭到破坏。根据建设性模棱两可，中央银行对问题机构提供紧急支持的几个条件只能是问题银行获得 LOLR 的必要条件，而非充分条件。任何一家机构事先都无法找到充分的理由让其确信：

① 杨宇茵，纬恩. 最后贷款人的“建设性模棱两可”. 中国外汇管理，2003（1）.

② Mishkin S., *Financial Consolidation: Dangers and Opportunities*, NBER Working Paper, 1999.

在自己陷入流动性困境时一定能得到央行的救助。

第三，中央银行的救助原则不宜对外公布，通常央行做出决定必须在下一个公开市场日之前，在做出决定和执行决定的时滞之间，充满了带来金融风险的变数。如果央行救助的混合战略的各种可能性提前向公众披露，无疑将限制央行的判断能力，因此央行在救助过程中应该始终保持良好声誉，使外界无法猜度①。这也是“建设性模棱两可”的核心精神。

2. 中央银行的事中态度

中央银行在救助事中的态度涉及到两个问题：一是如何行事，二是是否披露受援银行的具体状况。

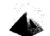
第一，关于基于模棱两可原则如何行使危机救助的问题。巴塞尔委员会提供了实施救助的几个步骤：一是确定银行危机的性质和严重程度。问题银行通常会将最严重的问题隐藏起来，中央银行的监管者需要借助外部审计或独立的专家来检查，包括对银行净资产和现金流的评估。二是确定救助的方式。银行不同的问题有不同的处理方式，危机银行通常面临着一个或几个问题，需要将几种处理方式结合起来使用。三是救助时机。在大多数国家，都没有明确规定救助的时机，这取决于中央银行对于危机的判断，而不需要法律规定提供救助的最低要求，但中央银行有责任做到在危机尚未蔓延之前采取行动。四是救助程度，通常取决于对银行危机性质和严重程度的判断，如果发现银行出现资不抵债，应尽快冻结银行的资产以避免进一步的损失。五是行动计划，应当对银行的问题标本兼治，制订详尽的执行步骤，得到银行董事会和股东的同意。六是行动的强制性，如通过罚金及制裁，以起到警告或减少银行业务波动性的效果，制裁必须落实到相关个人，最严厉的做法是关闭银行或吊销执照。七是与其他机构的协商。在银行危机的识别和判断中，与其他监管机构的协作十分重要，这将有利于货币政策的统一②。

第二，关于中央银行对问题银行实施救助的信息披露问题。尽管各国都认为央行对问题银行提供紧急流动支持的信息应适时向公众披露，但很少有在提供紧急支援时就立即披露的（除非披露的负面影响很小，无损于系统稳

---

① Xavier Freixas, *Optimal Bail Out Policy*, Conditionality and Constructive Ambiguity, June 23, 1999.

② BIS, *Supervisory Guidance on Dealing with Weak Banks*, March, 2002.



定性），主要是为了避免动摇市场信心，防止引起挤兑风潮以及尽量不影响受助银行的正常运行和声誉。中央银行在提供紧急救助时，应在保密与公开之间寻求一个平衡，使央行既能确保有关措施的顺利实施，又能维护银行储户及其他债权人的合法权利。

3. 中央银行的事后救助

在实施紧急救助时，为避免引起市场不良反应，影响借款银行的正常运转和声誉，央行应该保持“事中”的秘密性，但必须有“事后”信息披露制度作配套，以增加政策透明度，消除公众对这种有“暗箱操作”特点政策的不信任。披露有关紧急救助的信息有助于提高政策效率和当局的责任心。一方面这种信息披露可以使市场参与者相信，监管当局既有能力、也有意愿来处理可能对整个体系稳定带来威胁的各种紧急情况，表明当局认真负责的态度；另一方面，由于紧急救助资金为公共资金，为树立政府高效管理之良好形象，央行也应对公众披露资金的使用情况。同时，公开披露紧急救助还能减少监管人员对个别机构进行庇护或公众对类似问题猜测和怀疑的可能性。

第三节　金融救助的新进展

在次贷危机之后，更多的研究倾向于认为，央行即便行使最后贷款人职能，也应该容忍银行有序破产，降低社会福利损失。这种思路被称为“生前预嘱”或“金融死亡小组”。

一、“生前预嘱”产生的背景

发出空洞的威胁似乎是各国政府和监管机构对付银行业的仅有招式，不管政府措辞有多强硬，金融市场上的一致看法是——银行还会再次得救。这转而证明银行从政府借款的代价异常之低，因而更倾向于提高杠杆比率，采取冒险行为。次贷危机留下了千疮百孔的公共财政和严重的失业状况，以及危害最大的道德风险。2009 年 3 月之后，次贷危机逐步趋于平息，巴塞尔委员会和各国央行率先出台一些新的监管思路，危机救助重点逐步转移到新的金融监管方式上，“生前预嘱”应运而生，并呈现以下几个发展趋势：

第一，从传统的和资本市场相对分离的存贷结模式的被动银行，向和资本市场密切关联的发起－分配模式（originate to distribute）的主动银行转型。

第二，银行的交易对手越来越集中在金融机构，交易账户的重要性日益突出，银行成为“高度自我交易”（high element of proprietary trading）的银行，银行体系被纠结在一起。

第三，保证金交易和衍生工具使得单个机构和整个系统的杠杆水平具有杠杆性、不确定性和突发性。银行和监管者因此必须进行自我组织，以便危机之时瓜分在系统中举足轻重的公司，以降低央行行使最后贷款人权利时给纳税人带来的巨大负担。



二、“生前预嘱”的新近进展

最先是德国考虑要求商业银行事前要申报破产预案，如果出问题，银行可能被分拆。根据拟议“生前预嘱”的相关法律，任何金融企业，只要以某种方式“把损失强加给股东”，就可能走向灭亡。加强资本缓冲和进入式监管有益于银行的稳健，银行和监管者因此必须进行自我组织，以便危机之时瓜分在系统中举足轻重的公司。这样做大概可以减少纳税人的负担，不再为银行将来的倒闭买单。如果投资者害怕赔钱，可以立即严惩经营不善的银行。

随后，G20伦敦峰会上该设想得到了正面评价。有了生前预嘱，一家垂死银行引起的骚动就容易着手解决了。美国联邦存款保险公司已经有能力安定一些银行，但不包括美国最大的银行以及类似AIG保险公司这样巨大的非银行金融机构。雷曼兄弟曾有2985个法人机构，假设生前预嘱能迫使银行生前较为清晰地描述客户关系和破产清算预案，允许投资者和管理层迅速在内部运作上想办法，而央行或者存款保险公司大体上只是“预嘱”的执行人，那么破产也许不会引起那么大的混乱。Thomas Huertas（2010）[①] 指出，监管当局要求大型银行制订所谓的“生前预嘱”，可以从三个方面加以实现：一是完善银行的破产制度，既可以使银行本身根据现行法律和规章采取改进措施，也可以通过监管当局的协助来解决该问题；二是改进相关法律制度，使其有助于解决救助问题而不损害纳税人的利益，主要包括特殊危机救助的解释说明、存款保险制度的改革、干预存款人偏好，监管当局在危机事件危及到普通股的非核心层和二级资本时，判定该机构实行其死亡计划；三是公司内部改革，改变公司内部结构，如公司规模、各分支机构间关联，使公司内部系统化，必要时补充资本金保持其流动性。

生前预嘱计划是促使公司成为一个潜在的、健康的机构的监督工具，公司制订一套应急计划，对公司本身短期困难、识别其发展障碍、破产有序决议等过程进行规定。该计划需要根据经济发展和公司运营状况而有所修正，

① Thomas Huertas, *Policy of Too Big to Fail Is Too Costly for Governments to Continue*, http://www.ftchinese.com/story/001031985, March 31, 2010.

并成为经常性监督过程的一部分①。然而，“有序破产”这个概念有些不切实际，“死亡小组”如欲安抚某家银行，反而会诱发而不是消除其交易对手和债权人的恐慌。在安抚公司时，监管者应该发挥桥梁作用。但是次贷危机表明，对那些最大的公司，监管者要么只会开空白支票，要么没有支票，美国 AIG 公司和比利时银行德克夏集团，一共吞噬了1000亿美元的“临时流动性”资产，严重阻碍了财政部门的救援行动，而监管当局并未采取有效行动。因此，生前预嘱要想奏效，仅有应急预案是不够的，必须向分解银行资产负债表的方向迈进。

关于“生前预嘱”的讨论已吸引多方的视线，它是否能够降低大机构的道德风险，从而降低央行的救助成本，是否能最终成为各国陆续制订实施的一项金融监管措施有待观察。最简单的做法也许是要求银行自我整治，成为自给自足的国内子公司的组合，遵守本地法规对资本的要求，以及对子公司之间拆借的限制。一旦规定太严，则事与愿违，公司难以和外国客户交易。又如，如果英国政府需要拯救巴克莱投资银行，将严重损害纳税人权益。理想的情况是，给巴克莱银行一个生前预嘱，监管者可以一面挽救其存款吸收部门，一面任巴克莱投资银行倒闭。如果要认真利用“生前预嘱”这一手段来控制纳税人的风险暴露，限制道德风险，最需要确认的是，银行业务哪些部门值得担保，以及创造怎样的结构来进行保护②。

三、“生前预嘱”的局限性

生前预嘱从字面上来看，是金融机构为自己制订的死亡计划，这项规定无疑在一定程度上有所帮助。尽管“生前预嘱”比“建设性模棱两可”得到了更多的关注，但其缺陷也较为明显。美联储理事塔鲁洛 Daniel K. Tarullo 指出了“生前预嘱”的局限：

第一，很难事先预测公司哪部分在危机时面临压力最大，哪一地理区域

① Daniel K. T., *Supervising and Resolving Large Financial Institutions*, At the Institute of International Bankers Conference on Cross-Border Insolvency Issues, New York, Nov. 10, 2009.

② *Are Living Wills Really the Answer to Banks that Are Too Big to Fail?* Reforming Finance: Living Wills, The Economist Print Edition, Oct., 2009.

受影响最严重；也不会知晓危机时具体经济状况和市场状况如何，以及交易对手的稳定性会发生怎样的改变。

第二，政府可能不愿意相信一个有濒临倒闭倾向的金融公司制订的清算计划，也不愿看到由于过于依赖死亡计划所导致的破产，国际上许多知名的、活跃的金融公司其自身就处于管理不善的边缘。

第三，金融机构的管理层可能会在计划中尽可能多地维护股东权益和价值，然而监管者的目的是在危机中对公司进行有序清算，实践处理公司清盘或重组破产的过程中，往往消灭了股东的利益。

此外，“生前预嘱”不能解决道德风险问题。处决机制得到改善并不意味着判大公司死刑就更容易了。如果这家大公司的债权人、交易对手是其他银行，那它的倒闭，不管失控与否，都会损害其他银行的偿还能力和流动性。联邦存款保险公司也许能力不寻常，但在此次危机中也只批准了一例较大的分解案，即华盛顿互助银行的解体。该银行的存款移交摩根大通，债务却无人照应。更何况，华盛顿互助银行只占整个银行系统资产的2%，而且是在得知全面覆盖华尔街的救援计划有希望实施之后，该银行才获准破产。

第四节　金融监管是否存在“最佳救助模式”

在过去的 20 多年里，全球 GDP 年均增长 3.5%，国际贸易年均增长 7%，而国际资本流动年均增长却高达 14%。全球外汇交易总额从 1999 年的 415 万亿美元上升到 2010 年近 1100 万亿美元，11 年间扩张了 1.56 倍。如果经济体系某一个环节出现问题，很可能通过对冲基金大量杠杆投机活动而生成风险的“蝴蝶效应”，进而导致整个体系的崩溃。

2010 年年初，希腊债务危机让国际金融市场陷入新的动荡，使得欧盟和国际货币基金组织不得不推出巨额救助方案。小型国家具有超大规模金融机构和超大数量的主权债务，而银行规模和主权债务的规模远远超出了本国 GDP 的规模，导致波动溢出，该问题再次引起广泛关注。为何希腊经济规模并不大，其危机却被认为具有系统性溢出效应？其一，希腊危机很大程度上是其自身问题造成的。希腊加入欧元区后，通胀高于区内平均水平，财政赤字高企，结构性制约突出，竞争力下降。但希腊没有抓住外部环境较好的时机，加快结构性改革，降低财政赤字，减轻内外失衡，而是在全球经济衰退、市场信心丧失的情况下被迫调整。其二，受到溢出效应的其他国家不同程度上存在类似的失衡，这些国家的扭曲和失衡得以积累，没有受到国际社会的应有重视，这说明 IMF 对此类国家的监督力度是不够的。对此，IMF 应有所反思，对成员国尤其是发达国家的监督是否有效，是否应该调整监督的重点，从相对偏重于对发展中国家和新兴经济体的监督，转为对发达国家的问题同样予以重视。

此次 IMF 从希腊债务危机中要汲取的另一大教训，就是不能只关注一些国家的对外部门政策，而缺乏对一些国家国内政策的监督。过去几年，IMF 把注意力较多地放在全球失衡问题上，尤其是主要贸易大国的经常项

目和国际收支状况上，忽视了一些地区和国家内部的扭曲和失衡，这使得希腊等国的问题长期未能受到重视。某些地区，比如欧洲，总体上国际收支并没有明显失衡，但实际上内部积累的失衡已很严重，削弱了经受冲击的能力。

与此同时，现行国际金融体系缺乏有力的监督制度，混业经营使金融机构可以很容易地逃避金融监管机构的监管。金融机构的兼并、整合导致风险逐步向大型金融机构高度集中，以美国为主的商业银行、投资银行和对冲基金在国际金融体系中掌握了主导权，各国各自为政的监管模式，难以实现对全球资本流动的有效监管，导致金融监管模式与资本流动规模及衍生品交易不相匹配。在金融监管过程中，是否存在一个“最佳救助模式”，是我们正在探索的重要问题。对此，我们尝试建立危机救助和有序破产的基本框架（如图5－3）。

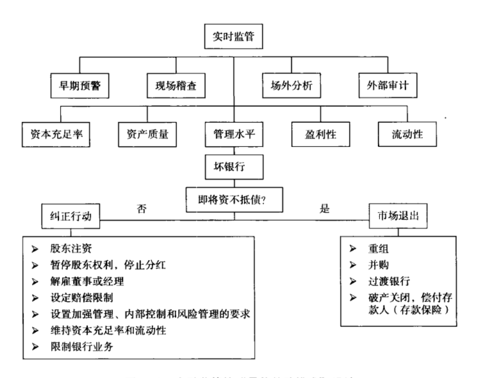


图5－3 金融监管的“最佳救助模式”设计

主要参考文献:

[1] Andrew Bailey, *The UK Bank Resolution Regime*, Delivered to the ICAEW Financial Services Faculty Breakfast, London, November 26, 2009.

[2] *Are Living Wills Really the Answer to Banks that Are Too Big to Fail*? Reforming Finance: Living Wills, The Economist Print Edition, October, 2009.

[3] Bank of England, *Financial Stability Report*, Issue No. 26, December, 2009.

[4] Daniel K. Tarullo, *Supervising and Resolving Large Financial Institutions*, At the Institute of International Bankers Conference on Cross-Border Insolvency Issues, New York, November 10, 2009.

[5] Grassley, *Financial Regulatory Reform Bill Would Lead to More Bailouts*, For Immediate Release, The United States Senate Committee on Finance, April 26, 2010.

[6] Paul Tucker, *Crisis Management at the Cross-Road*, At SUERF, CEPS and Belgian Financial Forum Conference, Brussels, November 16, 2009.

[7] Peter Brierley, *The UK Special Resolution Regime for Failing Banks in An International Context*, Financial Stability Paper No. 5, July, 2009.

[8] 崔峥,龙超. 金融风暴中美国投资银行危机救助机制研究. 云南财经大学学报(哲学社会科学版),2009(1).

[9] 刘瑞,刘霞. 公共治理视角下的美国金融危机救助机制分析. 陕西师范大学学报(哲学社会科学版),2009(5).

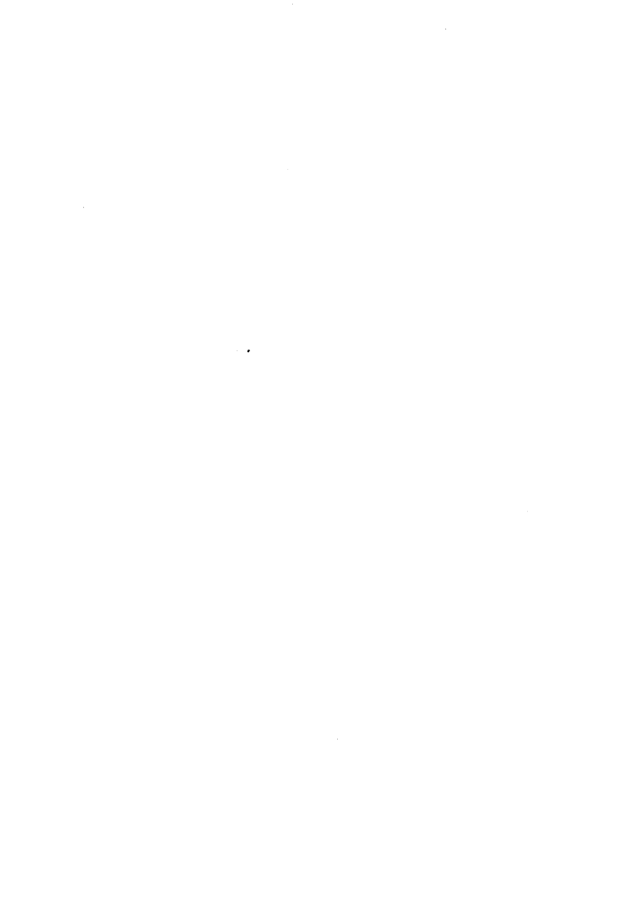
[10] 邹新,程实. 金融危机中的美国救助政策全面探析. 中国经济报告,2009(2).





第六章

中央银行的非常规政策工具分析



在经济金融全球化的背景下，由美国次贷危机引发的国际金融危机在起因和传导等方面呈现出与以往不同的特点，主要发达国家的货币政策在危机干预中起了重要作用，并在利率水平、最后贷款人职能、中央银行直接购买政府债券等操作方面有所突破。如何优化货币政策搭配，避免未来的金融危机，更加值得关注。

第一节　中央银行常规货币政策工具

常规货币政策工具是指中央银行在正常时期即非危机时期所使用的货币政策工具，主要包括价格工具、数量工具和其他工具。不同时期央行所采用的货币政策工具也不同，例如，20 世纪六七十年代，失业率高企促使美国采用价格工具钉住利率，七八十年代的滞胀促使美联储放弃价格工具而采用数量工具钉住货币供应量，90 年代以后美国放弃数量工具又重新使用价格工具开始钉住利率。

一、货币政策的价格工具

中央银行货币政策的价格工具主要包括利率工具和汇率工具。

（一）利率工具

利率是一个复杂的体系，主要包括中央银行的再贷款再贴现利率、存贷款基准利率和货币市场基准利率等，相比其他货币政策工具来说，利率具有降低融资成本、增加货币投放、刺激消费等优势。

1. 短期利率

长期以来，中央银行对借贷名义利率进行管制并将其作为货币政策的中介目标，随着“滞胀”的出现，大多数国家将货币政策中介目标转向货币供应量。近年来，随着金融创新的发展，货币供应量与通货膨胀的关系以及货币乘数的稳定性越来越差，各国不得不放弃货币总量目标，重新转向利率①。现行的机制是，中央银行并不干预借贷名义利率，而是以短期利率（主要是

① 事实上，即使是以货币供应量为目标的典型，德意志联邦银行及其后的欧洲中央银行，在操作中也在淡化货币供应量目标，并要参考其他变量。

隔夜利率）为目标，市场参与者根据短期利率水平及对通货膨胀、市场风险等的预期，决定借贷利率，从而影响价格、消费、投资和国民经济。由于中央银行不直接干预实体经济的借贷活动，价格型间接货币调控更接近于市场，政策调控效果也更明显。

对货币政策的研究始于 Taylor（1993），认为美联储通过调整名义联邦基金利率，可达到稳定通胀与实际产出的效果，这就是“泰勒规则”（Taylor rule），而这一规则恰好能实现美国稳定物价、经济增长与充分就业的货币政策目标①。Clarida，Gali 和 Gertler（1998）② 对法国、德国、意大利、英国与日本进行估计，发现货币政策的反应函数能够描述 1980 年以后德国与日本的名义利率走势。Dick（1998）③ 将泰勒规则扩大检验其他七大工业国（G7），发现 G7 国家货币当局利率主要遵循了泰勒规则。

以短期利率作为货币政策操作工具的先决条件是操作短期利率必须有效影响其他短期市场利率和长期利率。Estrella 和 Mishkin（1995）④ 研究表明，操作利率作小幅调整时，可能对利差产生较大影响，如果市场认为调整幅度不够，进而预期央行未来会有进一步动作，则利差反应的程度会变得不显著。以操作利率为工具，要能通过利率结构变动的机制来传递货币政策效果，不仅操作利率与收益曲线的短边利差要有显著的正向关系，还要与长边利差有显著的负向关系。

2. 长期利率

20 世纪 90 年代以来，央行运用基准利率调节银根松紧作为常规货币政策工具，但隔夜利率在降至零目标利率之后无法再降，央行无法通过利率工具来放松银根刺激经济或抑制通缩。Bernanke（2002）⑤ 指出，当基金利率降至

---

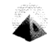
① Taylor, *Discretion versus Policy Rules in Practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, pp: 195 - 214, 1993.

② Clarida, Gali, and Gertler, *Monetary Policy Rules in Practice Some International Evidence*, European Economic Review, 42, pp: 1033 - 1067, 1998.

③ Dick, J. , *Looking Back at Forward-looking Monetary Policy*, Journal of Economics and Business, 53, pp: 509 - 521, 1998.

④ Estrella, Arturo and Mishkin, *The Term Structure of interest Rate and It's Role in Monetary Policy for the European Central Bank*, NBER Working Paper 5279, Sep. , 1995.

⑤ Bernanke, *Deflation-Making Sure "It" Doesn't Happen Here*, www. federalreserve. gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021121/default. htm, 2002.



零时，可以降低长期政府债券利率来刺激支出。通常央行可以使用两种方式来降低长期利率：一种是美联储承诺在规定时期维持隔夜利率为零。由于长期利率是当前和预期未来短期利率的平均值加上一个期限溢价，央行承诺在一定时期维持短期利率为零将降低长期利率；另一种更直接的方法是央行宣布长期国债收益的上限，不仅中期国债收益下降，长期政府和私人部门债务的收益也会下降。

当短期利率降至下限、维持低利率的承诺无法有效降低长期利率时，政府通过购买长期国债降低利率。由于长期国债是私人部门资产定价的基准，预计发行证券和贷款的利率会随着政府国债收益的下降而下降。银行还可以利用国债收入扩大信贷规模，将这些额外资金保存在央行保证金账户上，以在不确定的经济和金融背景下随时获得流动性。

（二）汇率工具

汇率政策是指央行通过改变私人部门持有外汇头寸来影响汇率。在浮动汇率制度下，政府一般不对外汇市场进行干预，而在固定汇率制度下，政府必须通过干预维持汇率稳定。在国际收支盈余时，央行在外汇市场上买进外汇，同时增发等值基础货币；国际收支亏损时卖出外汇，以维持现行汇率。由于基础货币的增发，流通中的货币供应量按乘数增加，导致物价水平上升，通货膨胀趋于恶化。通常，政府为了达到既稳定汇率又抑制通货膨胀的目的，会采取冲销政策，以抵消外汇占款增加带来的货币供给量增加（如图 6－1）。

货币当局入市干预汇率，通常有三条渠道：一是投资组合平衡渠道（Portfolio balance channel），通过资产组合平衡渠道，相对供给影响风险溢价，从而影响汇率。在这种干预方式中，中央银行必须向市场提供货币供应（本币或外汇），增加市场流动性，减少市场波动。通过这种渠道来干预市场并借以干预汇率，所产生的短期冲击是比较大的。二是“宣示”（Signaling channel）渠道。以货币当局的入市干预为信号，向市场展示未来货币政策的可能走向，从而可能影响包括外汇在内的各类资产价格。例如，如果货币当局出于防止衰退的目的来干预市场，市场参与者预计当局的进一步举措将是采取相对紧的货币政策，国内银根将收紧。三是信息渠道（Information channel），货币当局通过干预行为及公开的政策表达，向市场传递某种信息，引导市场

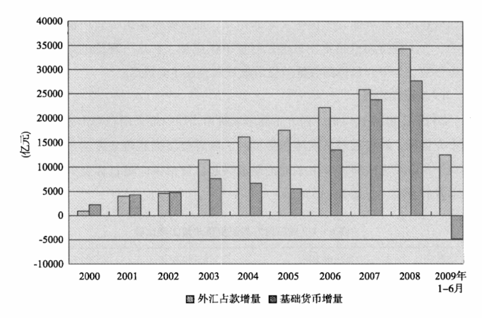


图 6-1 2000 年以来外汇占款增量与基础货币增量对比

进行调整。以智利为例，鉴于汇率的走势越来越与经济的基本面相脱离，对政策传导的信息渠道的实证研究显示，如果用汇率波动作为衡量标准，则市场的不确定性越大，干预的影响力越强。

尽管研究者和货币当局相信干预会对汇率走势产生影响，但迄今为止的实证研究并没有提供强有力的证据来支持这一观点。严格地说，货币当局的干预肯定是有影响的，但影响的大小至今仍待观察，主要是由于相关资料很难被及时、全面地收集到，存在所谓“数据滞后”（Lack of data），使得对干预影响力的研究变得很难准确进行；由于市场运作极为复杂，事实上很难将干预的影响清晰地分离出来。

二、货币政策的数量工具

第二次世界大战结束以后，凯恩斯主义盛行，西方国家普遍采用以利率为核心的价格型货币政策，试图通过维持低利率水平扩大信贷规模来刺激经济，以实现充分就业和经济增长。价格型货币政策为 20 世纪五六十年代的经济繁荣作出了贡献。但是长期扩张的财政政策导致了 70 年代以后凯恩斯主义



无法解释的滞胀局面，货币主义学派指出，通货膨胀是由于货币供应过多导致的，为了保持物价稳定，只须控制货币供应量。在这一理论的指导下，以货币供应量为中介目标的数量型货币政策成为关注的焦点。

1. 货币供应量

20 世纪 70 年代以前，西方主要国家货币当局一般采用利率作为货币政策的中介目标，对宏观经济实施积极调控。随着经济滞胀现象普遍出现，主张宏观干预政策无效的货币主义理论逐渐兴起，货币供应量目标受到货币政策制定者的青睐（见表 6－1）。

表 6－1　战后西方各国货币政策工具比较

国别	50～60 年代	70～80 年代	90 年代
美国	利率	先 M1 后 M2	利率、汇率
英国	利率	先 M3 后 M0	
加拿大	先信用总量，后信用调节	先 M1 后 M2	
日本	贷款增加额	M2、利率、汇率	
德国	商业银行的自由流动准备	先央行货币量，后 M3	

资料来源：钱荣堃. 西方七国中央银行战后 50 年内调控宏观经济的经验. 南开经济研究，1994（4）.

一些国家将狭义货币总量作为货币政策目标，后来又逐渐放弃这一政策目标。货币总量 M1 具有较高的利率需求弹性，需求引致的通货膨胀率上升导致 M1 上升，只需要很小的利率上升便使得 M1 回归目标值，但是利率的微弱上升却不能充分缓解支出和通胀的压力。此外，金融创新引起目标货币总量需求的巨大转变，导致货币与名义支出或者通胀之间的关系变得不稳定。这也是导致加拿大在 1982 年放弃 M1 作为政策目标的根本因素。在 M1 退出中介目标之后，很多学者致力于寻找另一个货币总量作为中介目标，但是都没有找到充分稳定的能够作为目标的货币总量。

2. 准备金付息

在对准备金不支付利息的条件下，存款机构的负担加重，其理性行为是降低存款利率、提高贷款利率并减少意愿吸收存款数量，同时会积极投入资源创新金融工具并转移存款以规避存款准备金的要求，以至于增加了存款机构的运营成本，降低了货币政策的效率。通常认为对准备金支付利息可以有

效地提高金融体系的效率，也能提高货币政策的有效性，Bernanke（2009）[①]指出向准备金付息是美联储提高联邦基金利率，而不导致资产负债规模收缩的重要工具，有助于美联储货币政策实现调控目标。

90年代以来，多数西方国家央行逐步放弃了钉住货币供应量的数量型货币政策工具，主要源于以下几个方面的原因：第一，金融创新模糊了货币性资产和非货币性资产的界限，货币的定义和计量变得困难和复杂。此外，理论界对于货币政策应钉住何种层次的货币供应量从未达成共识；第二，随着金融创新使得金融资产的相互替代性加大，世界金融市场一体化的发展，货币供应量与物价、产出之间的相关性下降。

三、货币政策的其他工具

（一）通货膨胀钉住制（Inflation targeting）

20世纪90年代，世界各国货币政策实践出现了一个重要变化——通货膨胀钉住制的兴起。所谓钉住通货膨胀的货币政策是指中央银行跳过货币政策的中间目标而直接专注于低通货膨胀率目标上，具体做法是央行明确公布通货膨胀率的目标值，把维持物价稳定当成施政的最优先目标，其他目标（如降低失业率）都是次要的。这种做法可以使公众相信央行确实会保持物价稳定，有助于降低通胀预期，使长期利率维持低水平，促进经济增长。

1. 通货膨胀钉住制的实践

新西兰首先采用这种新的货币政策框架，随后加拿大、英国等9个工业化国家，智利、以色列、秘鲁等10个新兴市场国家先后实行了通货膨胀目标制。Stone（2002）[②]认为，欧洲央行（ECB）和美联储虽然没有明确宣布采用通货膨胀目标制，但实际上都把通货膨胀作为主要政策目标，具有通货膨胀目标制的一些主要特点，是隐含的通货膨胀目标制。

---

① Bernanke, *Financial Reform to Address Systemic Risk*, Speech at the Council on Foreign Relations, March, 2009.

② Stone, *Inflation Targeting Lite*, Conference at the IMF in Washington, D. C., September 16 - 17, 2002.

表6-2　各国钉住通货膨胀的具体做法

国家	新西兰	加拿大	英国	瑞典	芬兰	西班牙	以色列	智利
实施	1990.03	1991.02	1992.10	1993.01	1993.02	1994	1991.12	1990
目标	0~3%	1%~3%	2.5%	2%±1%	2%	<3%	7%~10%	4.5%
有效期	5年	至2001	1997后	1995后	1996后	1997	1年	1年
通胀度量	CPIX	CPI	RPIX	CPI	CPI	CPI	CPI	CPI
目标公布方	财政部和央行	财政部和央行	财政部	央行	央行	央行	财政部和央行	央行
报告周期	季度	半年	季度	季度	无	半年	无	年
是否公布通胀预测	是	否	是	是	否	否	否	否

资料来源：Kahn, G. A., and Klara Parrish, *Conducting Monetary Policy with Inflation Targets*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 83. No. 3, 1998.

2. 有关通货膨胀钉住制的争论

赞成通货膨胀钉住制的理由有：第一，政策操作有据可依又不失灵活性。长期以来，经济学家为中央银行是按照既定的规则行事还是相机决策争论不休，争论的焦点是如何有效地控制通货膨胀。事实证明，根据规则行事能更有效地控制通胀，但这种模式存在操作僵化的缺点。钉住通货膨胀作为一种政策框架，将二者的优点结合起来：既设定明确的通货膨胀目标，又经常分析经济走势，根据实际情况采取措施，而且在短期内并不完全排斥其他宏观经济目标；第二，政策的透明度、可信度高，有利于公众形成稳定合理的预期，提高货币政策的有效性。中央银行明确宣布在一定时期内将通货膨胀控制在一定水平上，使公众不因外部冲击而显著改变通胀预期，从而提高货币政策的有效性。

通货膨胀钉住制也存在一些缺陷：第一，由于货币政策的内在时滞比较长，控制通货膨胀效果的显现也有较长时滞，因此通货膨胀钉住制不能及时对公众和市场提供关于货币政策状况的信号；第二，由于各种冲击的存在，央行不得不不断运用货币政策工具来平抑通货膨胀率的偏离，从而会造成工具不稳（Instrument instability）。这样不断地改变各项货币政策指标（利率等）将会影响公众和厂商的预期，增加微观消费和生产的不确定性，从而扭曲资源配置，降低经济效益。

（二）资产价格钉住制

货币当局是否应该关注资产价格一直是学术界争论的话题，现任美联储主席伯南克对此也作过多项研究，他的基本结论是货币政策不应该对资产价格波动作出额外反应，他认为理论上只有当资产价格变动影响到自然利率的时候，额外的政策操作才是需要的。但事实上，资产价格变动对自然利率的影响效应非常小，因此在实际货币政策操作中，货币政策无须对资产价格作出反应①。对于短期货币政策操作来说，中央银行应该将价格稳定和金融稳定看做是高度互补、密切相关的两个目标，放在统一的政策框架中来处理。实现这两个目标的最好的政策框架就是"有弹性的通胀目标制"（Regime of flexible inflation targeting）。

另一种观点是货币当局应当干预资产价格，按照干预的程度可以分为两类：一是温和的干预——"逆泡沫行事"（Lean-against-the-bubble），中央银行宏观目标变量中应考虑到资产价格变化，并且作出相应反应；此外，中央银行还应该温和地引导资产价格，使其偏离泡沫路径。例如，当资产价格急速上升，货币政策不仅应该紧缩，以抵消其对物价和产出潜在的影响，而且还要追加一定力度，以打击资产价格②。二是激进的干预——"主动刺破泡沫"（aggressive bubble popping），央行在设定短期利率时，不但要看到一般性的资产价格水平，更要特别关注资产价格的失衡，尤其是资产价格泡沫③。

美国次贷危机的爆发及其给金融领域和实体经济所带来的深刻影响，必定会改变货币当局是否应干预资产价格的看法。如果央行将资产价格纳入到货币政策目标体系中，理论界提出了两种方案来应对资产价格波动：其一，对现有货币政策工具进行修正，如对通货膨胀统计口径进行调整，即将资产价格纳入到通货膨胀核算体系中。如 Alchian 和 Klein（1973）④ 的"跨期生

---

① Bernanke, Ben and Mark Gertler, *How Should Central Bankers Respond to Asset Prices*, American Economic Review Papers and Proceedings 91 (2), pp: 253 -257, May, 2001.

② Bordo and Jeanne, *Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy*, NBER Working Papers 8966, 2002.

③ 翟强. 资产价格波动与宏观经济政策困境. 中国金融40人论坛，2009 -7 -14.

④ Alchian and Klein, *On A Correct Measure of Inflation*, Journal of Money, Credit and Banking, pp: 173 -191, 1973.

活成本指数”，Goodhart（1995）① 的“广义通货膨胀指标”，以及 Goodhart 和 Hofmann（2001）② 的“金融条件指数”等。规则性货币政策对通胀统计口径修正后的通胀指数作出的反应，是否能够有效地调控两个市场的价格波动还有待观察③；其二，采取新的政策工具，Arestis 和 Karakitsos（2005）④ 认为放弃钉住通货膨胀的货币政策操作，转而实施财富总量的货币政策，但这种思想缺乏充分的理论研究和实证支持⑤。

（三）汇率钉住制

汇率钉住制是指一国使本币同某外国货币或一篮子货币保持固定比价的汇率制度。在国际货币多元化背景下，各种货币兑换比例及其变动，对一国经济有巨大影响，但货币之间的兑换比例无法自然固定，一些小国和地区抗外来冲击的能力较弱，为了保持自身的经济稳定，需要相对固定的汇率制度，即钉住汇率制。

1. 汇率钉住制的优势

相比其他汇率制度，汇率钉住制有两大优势。

第一，汇率钉住的名义锚固定了国际贸易商品的通货膨胀率，因此有助于控制通胀。如果汇率钉住政策是可信的，它将通货膨胀预期锁定在被钉住国的通胀水平。

第二，汇率钉住为货币政策实施提供规则（本币贬值时实施紧缩货币政策，本币升值时实施宽松的货币政策），避免了时间不一致的问题，货币政策不再是相机抉择的。相机抉择会导致货币当局追求宽松的货币政策来获得就业增长，导致货币政策的时间不一致。

2. 汇率钉住制的缺陷

汇率钉住制也存在不可避免的问题：

---

① Goodhart, *House Prices, Money, Credit, and the Macroeconomy*, Oxford Review of Economic Policy, 24 (1), pp: 180 - 205, 1995.

② Goodhart and Hofmann, *Asset Prices and The Conduct of Monetary Policy*, London School of Economics, Working paper, 2001.

③ 黄飞鸣. 金融危机与货币政策：一个新的理论框架. 金融评论，2009.

④ Arestis and Karakitsos, *The Post-Bubble US Economy*, Palgrave MacMillan, 2005.

⑤ 庞晓波，黄卫挺. 流动性、通胀目标制与货币政策变革. 吉林大学数量经济研究中心工作论文，2008 - 11.

第一，汇率钉住导致货币政策丧失独立性。在开放的资本市场中，汇率钉住导致国内利率与被钉住国紧密联系，因此钉住国丧失了使用货币政策应对国内冲击的能力。而且由于被钉住国利率的变化导致钉住国家利率的相应变化，汇率钉住意味着被钉住国的冲击会传导至钉住国。

第二，汇率钉住使本国货币易受投机性攻击。Mishkin (1998)[①] 指出新兴国家汇率钉住制度容易引起金融危机，并且只能在少数情况下采用。由于很多新兴市场国家都经历过高通胀，这些国家的央行在对付通胀方面不具备根深蒂固的可信性，遭受投机攻击后的本币贬值会导致通胀与通胀预期急剧上升。汇率钉住制度通过提供稳定的币值会降低外国投资者的风险并刺激资本流入，尽管这些资本流入会转化为生产性投资来刺激增长，也可能导致过度贷款，引起贷款泡沫，导致金融危机。

第三，汇率钉住制还会减少政策制定者的责任，特别是在新兴市场国家，因为汇率钉住制忽略了有助于维持货币政策不会过度宽松的信号。过度宽松的货币政策以及采取过度宽松货币政策的政治压力会制造通胀恐慌，长期债券价格下降而收益上升。很多国家特别是新兴市场国家，长期债券市场本质上并不存在。在这些国家，汇率的每日波动提供了一个货币政策过度宽松的早期信号。就像通胀恐慌控制央行追求过度宽松的货币政策一样，汇率波动恐慌也会限制央行追求过度宽松的货币政策。央行缺乏责任感的问题在新兴市场国家尤为突出，在这些国家央行的资产负债表不像发达国家那样透明，明确央行的政策措施就更加困难了。尽管汇率钉住为央行行为提供了规则，但是它实际上使得时间不一致问题更加严重，因为它使央行措施变得更加不透明也更加不负责任。

四、货币政策一致性问题

央行货币政策操作中的规则（Rule）与相机抉择（Discretion）之争已持续了 150 多年。通常，规则指的是央行在制定和实施货币政策之前，事先确定并据以操作政策工具的程序或原则；相机抉择是指央行在操作政策工具过

---

① Mishkin, *The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging-Market Countries*, International Finance, Vol. 1, pp: 81 - 101, 1998.

程中，不受任何固定程序或原则的束缚，而是依照经济运行态势灵活取舍，以实现货币政策目标。

相机抉择政策的支持者认为，相机抉择能够让决策者在对各种无法预期的情况作出反应时更为灵活；主张按规则行事的经济学家声称，政策过程是不可靠的，如果政治家是机会主义的，就不应该让他们相机抉择运用有力的宏观经济政策工具（见表6－3）。

表6－3　货币政策规则框架

货币政策规则	目标规则：	利率目标	汇率目标	货币供应量目标	通货膨胀目标
	工具规则：	Friedman 规则		McCallum 规则	Taylor 规则

资料来源：巴曙松，朱元倩．从货币政策规则看中国适度宽松货币政策的适时退出．金融研究，2010（1）．

Kydland 和 Prescott（1977）① 将时间不一致（Time inconsistency）引入这场争论，认为拥有相机抉择权的政府或央行一有机会就可能作出短期最优决策，但在理性预期下，他们从机会主义行为中得不到任何好处。政策制定者应当受到规则的约束，因为“由规则确定的政策将是连贯的政策”，可以确保决策者实现事先承诺解，虽然不是最优可能解，但总要好于相机抉择的结果。Barro 和 Gordon（1983）② 的声誉均衡模型证明了在相机抉择下，产出没有系统性提高，而社会承受了较高的通货膨胀；他们认为规则能够通过向社会公众提供稳定的政策预期来消除内生性的通货膨胀倾向，加强货币政策的可信度（Credibility）。

总结长达半个多世纪的规则与相机抉择之争，货币政策规则在一定程度上约束了货币当局的相机抉择行为，可以稳定公众的通货膨胀预期，并为货币政策的操作提供一个名义锚，为中央银行调节货币供应量、利率等政策工具提供可靠的参照系。然而货币政策规则并不能限制货币当局的相机抉择行为，对于任何政策目标的实现情况和外来冲击的影响都需要货币当局的判断，

① Kydland and Prescott, *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, University of Chicago Press, Vol. 85 (3), pp: 473－91, 1977.

② Barro and Gordon, Rules, *Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, Elsevier, Vol. 12 (1), pp: 101－121, 1983.

并据此合理地选择并使用政策工具①。

20世纪90年代以来，人们对规则进行了重新认识并在货币政策问题上达成了基本共识：规则与相机抉择其实是货币政策操作的连续区间的两个端点，大多数央行采用的是折中的做法②。由于外来冲击不可预见，试图以长期固定的政策规则追求社会福利最优化是不现实的。在关注政策可信度的同时，适当考虑政策的灵活性，将简单规则与相机抉择的策略结合起来的制度安排比单纯的规则或完全的相机抉择更好。Poole（1970）③ 认为在处理好央行职责与市场机制关系的基础上，任何货币规则必须系统性地建立并且能够透明地传播给公众，必须有正确的长期目标和依靠市场机制来运行。

---

① 巴曙松，朱元倩．从货币政策规则看中国适度宽松货币政策的适时退出．金融研究，2010（1）．

② 宋玉华．美联储货币政策规则的制定与发展．世界经济，2004（2）．

③ Poole，*Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model*，The Quarterly Journal of Economics，MIT Press，Vol. 84（2），pp：197 -216，1970.



第二节 危机时期央行的非常规货币政策工具

非常规货币政策（Unconventional Monetary Policy）是与常规货币政策（Conventional Monetary Policy）相对应而言。常规货币政策是指货币当局通过利率的升降来传递其政策立场，调节市场的流动性，影响宏观经济的波动。当正常的经济体受到金融危机的外部冲击后，经济处于下行周期，金融系统的压力骤增，此时市场处于流动性紧缩状态。为增强市场的流动性，央行一般采取降息的常规货币政策手段，以增加市场上的货币供应，激活“资本市场”。对于一般的经济下行周期来说，降息行为的效果是明显的。然而，当遇到1929－1933年大萧条或2007－2009年这样严重的金融与经济双重危机时，仅仅通过常规手段的降息行为并不足以支撑市场的反弹。当利率降到零利率边界或进入零利率陷阱后，降息行为更是无能为力。在常规货币政策失效的情况下，非常规货币政策便成为央行进行危机救助的主要工具。

一、非常规货币政策工具的理论分析

（一）非常规货币政策工具的理论基础

凯恩斯提出的“流动性陷阱”假说认为，名义利率达到或者接近零时，债券与货币完全可替代，公众不再投资而持有货币，因而一旦短期名义利率达到零，更多的货币供给将无法增加产出，导致货币政策失效。然而，以弗里德曼为代表的货币主义学派认为，货币当局在零利率或极低利率下可以通过继续货币扩张，从而改变公众的预期，甚至可以跨越金融中介，直接向企业和消费者发行并创造货币，从而帮助实体经济走出“流动性陷阱”。

Bernanke（2004）认为在零利率条件下货币政策有三种替代方法：一是

央行承诺将利率维持在较低水平。经济衰退期间，由于对未来预期悲观，即使短期利率很低但长期利率仍然很高，如果央行承诺低利率便可以改变投资者预期，从而降低长期利率；二是改变央行资产负债表结构，如购买长期债券甚至股票，可以降低长期利率；三是扩大央行资产负债表规模，使其规模大大超过维持零利率所需的水平。

（二）非常规货币政策工具的争议

学术界对于在短期名义利率接近于零时的非常规货币政策的有效性仍存在较多争议，传统的宏观经济学理论对此多持否定态度。例如，Eggertsson 和 Woodford（2003）① 在新凯恩斯主义框架下提出建立在动态一般均衡基础上的现代“流动性陷阱”论。该理论认为在无摩擦金融市场和央行可信赖通货膨胀目标制假设下，当短期名义利率接近零时，除非非常规货币政策能有效改变公众对未来政策利率路径的预期，否则其无法对实体经济产生影响。按照他们的说法，为了避免经济陷入通货紧缩，央行事先的最优选择是宣布将长时期维持低利率，从而“可信地说服市场央行将不负责任地允许通货膨胀发生”，以产生刺激经济所需的负利率。一旦经济摆脱流动性陷阱，为了防止通货膨胀的快速上升，维持低利率就不再是央行此时的最优选择，货币政策将发生转向。理性的经济主体将合理地预测到这一时间不一致问题（Time inconsistency problem），央行事先“将不负责任地允许通货膨胀”的承诺不可信，无论央行如何扩大货币供给，由于经济主体货币需求弹性变得无限大，多余的货币都将被窖藏，而不会用于投资和消费。

此外，也有货币数量论者怀疑，非常规货币政策导致的货币供应大量增加势必引发通货膨胀攀升，由此名义利率通过费雪效应也将随之上升，从而抑制非常规货币政策的经济刺激效应。无论从理论还是实际来看，这种简单的“高基础货币，高通货膨胀”逻辑都是不准确的。Cagan 模型表明物价水平取决于现期货币供给和预期未来的货币供给，决定长期通货膨胀趋势的关键因素是整个未来货币政策预期路径。这就意味着央行若能使市场相信未来货币政策会在适当时候收紧，那么将有助于抑制非常规货币政策的通货膨胀

① Gauti B, Eggertsson and Michael Woodford, *Optimal Monetary Policy in a Liquidity Trap*, NBER Working Papers 9968, 2003.

效应。日本2001－2006年期间“数量宽松”政策的实践经验也证明，日本央行在2年时间内将基础货币扩张了60%，但同期广义货币增加却小得多，通货膨胀更是到2005年年底才转为正值。究其原因在于泡沫经济的破裂对日本金融机构的打击，沉重的不良资产包袱增加了资金的预防性需求，而经济前景的悲观预期也降低了银行发放贷款的意愿，导致货币乘数不断下降，大大抵消了基础货币大幅增加带来的扩张效应。次贷危机以来，欧美金融机构也正在经历类似遭遇。

二、非常规货币政策工具的具体措施

从本次金融危机看，发达国家采取的非常规货币政策工具主要有：一是以解决流动性紧张问题的创新信贷政策，二是以避免“大则不倒”问题为目的的金融机构救助，三是以降低长期利率进而刺激经济复苏为目的的量化宽松（Quantitative Easing）。

（一）量化宽松

1. 量化宽松货币政策的理论分析

量化宽松是指中央银行在迅速将基准利率降至接近于零后，通过购买政府或金融机构所持有的长期国债的方式降低长期利率，直接增加市场流动性供给，以有效遏制金融危机的恶化。由于国债是各类金融资产的基础价格，随着长期国债收益率的下降，市场长期利率也必然随之下降。中央银行通过购买金融机构的长期国债而将等额的资金存入金融机构的存款准备金账户，金融机构准备金余额的增加意味着基础货币的扩充。

量化宽松还会通过以下渠道影响投资和需求：一是资产组合渠道。在货币与其他金融资产无法完全替代时，中央银行通过量化宽松政策向市场投放大量货币后，投资者会将部分货币转化成其他金融资产，进行资产的重新组合，从而提升其他金融资产的价格，在托宾Q理论效应下，刺激投资，增加需求。二是预期效应。中央银行通过从金融机构购买国债的方式向各类金融机构提供货币供给。金融机构可贷款货币供给的增加增强了市场流动性，使民众对未来的经济景气产生期待，从而增加消费和投资。三是财政渠道。货币供给的增加可以使政府以通货膨胀税的形式替代直接税收

并降低政府的还债成本，使得政府可以在宽松的预算约束下使用更加积极的财政刺激方案。

量化宽松货币政策最主要的手段是向资本市场注入大量的流动性，从表面上看与常规货币政策工具的公开市场操作十分相似，但二者在政策目的、方法、背景等方面都有较大的差别（见表6-4）。

表6-4 量化宽松与传统扩张性货币政策的比较

	量化宽松	公开市场操作
目的	降低长期利率	降低短期利率（隔夜拆借利率）
方法	买卖长期政府债券或私人证券	买卖短期政府债券
背景	利率极低无调整空间	利率存在调整空间
中间目标	市场风险溢价	基准利率
最终目标	维护金融市场稳定	保持较低的通货膨胀率

2. 次贷危机中主要国家量化宽松货币政策的实践

2008年金融危机爆发后，量化宽松货币政策第一次在全球范围内登上历史舞台。世界主要经济体在常规货币政策失效的困境下，将量化宽松作为拯救本国经济的“撒手锏”。表6-5给出了主要发达经济体量化宽松货币政策的实施情况。美联储、英格兰银行和欧洲央行都建立了相应的机制或者计划，但在规模、结构和种类上有所差异。美联储的量化宽松规模最大，范围最广，涵盖政府债券、抵押贷款支持证券、机构债券等，计划总额达到21000亿美元，占2008年GDP的14.7%；欧洲央行的量化宽松主要集中在担保债券购买和欧猪五国国债上，而英格兰银行主要集中于政府债券，购买金额达到2000亿英镑，占GDP的7%。

表6-5 次贷危机中主要国家量化宽松货币政策实践

国家	时间	措施	金额	具体措施
欧元区	2009.5	欧元担保债券购买计划（CBPP）	840亿欧元	购买债券的年期集中在3~7年，73%二级市场债券，27%的新发债券
	2010.5	证券市场计划（SMP）	773亿欧元	在二级市场买入“欧猪五国”国债

续表

国家	时间	措施	金额	具体措施
英国	2009.3 - 2009.11	资产购买便利（APF）	2000亿英镑	购买的证券主要为政府证券，少量的私人部门债券
美国	2009.3	定期资产支持证券信贷便利（TALF）	471亿美元	截至2010年5月的规模
	2008.11 - 2009.3	国债和MBS购买计划	17500亿美元	2000亿美元机构债、1.25万亿美元MBS、3000亿美元国债

从长期利率走势看出，量化宽松货币政策实施后，主要经济体的长期利率出现了显著下降，说明量化宽松货币政策对于降低长期利率进而刺激投资和消费是有效的（如图6-2）。

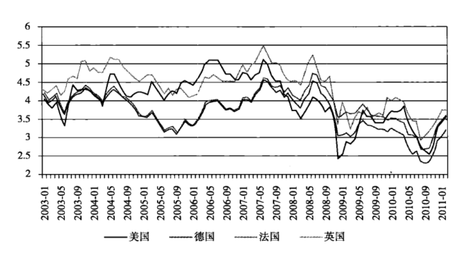


图6-2　次贷危机前后主要国家的长期利率走势（单位：百分比%）

资料来源：根据美联储、欧洲央行、英格兰银行网站数据整理.

3. 量化宽松货币政策对全球经济的影响

量化宽松货币政策是一把“双刃剑”，实施量化宽松向市场注入大量流动性的确有助于降低长期利率，刺激投资和消费进而促进经济复苏，但是长期来看却埋下了通货膨胀隐患，还会导致本国货币贬值，在刺激本国出口的同时将恶化贸易体的贸易形势，导致贸易摩擦等。

第一，量化宽松货币政策埋下全球通胀隐患。量化宽松货币政策实质上是在脱离实体经济需求的情况下向市场输入流动性。在市场信心缺失，投资

萎缩的情况下，量化宽松货币政策向市场输入的流动性不会导致通货膨胀，但是一旦经济好转，投资信心恢复，过度释放的流动性很可能转为通货膨胀。

第二，量化宽松货币政策直接导致本国货币贬值，促进本国出口的同时会导致相关经济体的贸易条件恶化。对于那些处于金融危机中的出口导向型经济体而言，西方发达经济体的量化宽松货币政策会对其出口乃至宏观经济造成巨大冲击，并可能引发贸易摩擦。

（二）金融机构救助

危机中许多大型金融机构（包括私人银行、投资银行、金融公司和政府支持的金融机构等）不仅出现流动性危机，而且因资产质量受损而纷纷面临资本短缺和破产危机，因此，中央银行仅为货币市场注入大量流动性显然不足以挽救金融危机。于是，除了为金融市场注入必要的流动性外，许多发达经济体央行因受“大则不倒”观念支配而不得不对面临资本短缺的金融机构实施资本注入方案，资本注入大多采取央行参股或者控股的方式，有些金融机构被央行注资的规模较大，实际上已相当于被国有化（见表6-6）。

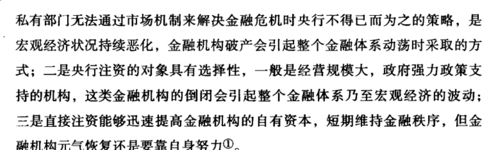
表6-6 次贷危机主要国家实施金融机构救助措施

国家	受助机构	资产类型	救助金额	
			金额（亿美元）	占GDP（%）
比利时	富通银行	结构型资产	287	6
德国	WestLB	有毒资产	1078	3.2
拉脱维亚	Parex	有毒资产	12	5.1
英国	北岩银行	抵押贷款	1216	5.6
美国	贝尔斯登	住房抵押贷款证券	300	0.2
	美国国际集团 AIG	次级债 CDOs	523.7	0.4

1. 金融机构救助方式及特点

金融危机中各国中央银行对金融机构进行救助的方式主要有以下两种：

第一，直接注资。直接注资是对金融机构最直接的救助方式，具体表现为直接或间接对金融机构提供贷款或购买金融机构优先股，或同时采取两种方式。从救助背景和动机看，政府选择直接注资方式救助金融机构具有以下特点：一是直接注资是金融危机事后无奈的补救行为，是金融体系无法自救、



私有部门无法通过市场机制来解决金融危机时央行不得已而为之的策略，是宏观经济状况持续恶化，金融机构破产会引起整个金融体系动荡时采取的方式；二是央行注资的对象具有选择性，一般是经营规模大，政府强力政策支持的机构，这类金融机构的倒闭会引起整个金融体系乃至宏观经济的波动；三是直接注资能够迅速提高金融机构的自有资本，短期维持金融秩序，但金融机构元气恢复还是要靠自身努力①。

第二，并购重组。金融危机使金融机构面临破产或倒闭的风险，金融机构信用评级下降，资产价值下降，通常会发生大量并购重组的事件。危机时期的并购重组具有以下特点：一是并购重组是对金融机构的非直接救助；二是并购重组会严重损害原有股东的利益，金融危机使被收购金融机构的股价大幅低于正常情况下的市场估值，甚至一些并购活动以股价交换、零价格收购等非现金或低成本的方式完成。

表 6－7　次贷危机中主要国家金融机构救助不同方式的实践

救助方式	国家	救助内容
直接注资	美国	2008 年 3 月 14 日，贝尔斯登出现流动性危机，美联储通过摩根大通银行，贷款给贝尔斯登期限为 28 天的贷款，贝尔斯登以流动性最差的 300 亿美元资产作为抵押。
	美国	2008 年 9 月 16 日，美联储向美国国际集团（AIG）提供 850 亿美元短期紧急、高息抵押贷款，条件是政府获得 79.9% 的股权，并持有其向其他股东分红的否决权。2008 年 10 月 8 日，美联储又向 AIG 增加 378 亿美元的贷款额度。
并购重组	英国	2008 年 2 月英国北岩银行因流动性问题产生危机，被收归国有
	美国	美联储向摩根大通银行提供 290 亿美元贷款，收购贝尔斯登。

2. 金融机构救助的质疑

“大则不倒”这一理由及相应的救助行动遭到了广泛的质疑。一是政府基于“大则不倒”对某些金融机构提供救助，会造成债权人、金融机构以及监管部门产生道德风险。二是政府救助“大则不倒”金融机构容易引发通货膨胀。银行一旦濒临倒闭，政府基于“大而不倒”给予救助，意味着政府预算

① 丁化美．金融危机背景下金融机构重整救助方式比较研究．新疆社会科学，2010 (3)．

超支从而出现为弥补财政预算不足所实施的货币发行。一旦因此诱发通货膨胀，一国的实体经济很可能因此蒙受损失。Curry、Timonthy 和 Lynn Shibut (2000)① 研究表明，20 世纪 80 年代末美国政府从纳税人和银行业界共筹措资金 1530 亿美元以救助受“储贷危机”影响的金融机构，而政府救助导致金融机构错误配置资源所产生的损失（以潜在的产出损失额计）则达到惊人的 5000 亿美元。三是“二次浪潮”（Second wave）问题。即使合理实施救助措施，银行系统陷入信贷紧缩的恶性循环并伴随着大量的去杠杆化，二次浪潮妨碍银行向实体经济快速复苏提供所需资金，使得实体经济陷入危机的时间更长。

（三）通过信贷政策向金融市场注入流动性

随着危机的加深，信用利差的扩大，短期资金市场也急剧萎缩，这表明通过传统的贴现窗口和公开市场操作无法满足整个金融体系的流动性需求和投资者信心。为了维护相关金融资产的流动性，给外部融资者创造稳定有序的融资条件，发达国家在本次危机管理中利用原有金融工具进行改革或者创新金融工具向市场注入流动性。

1. 主要经济体向市场提供流动性支持的实践

次贷危机爆发以来，美联储针对金融动荡、信贷收缩和经济减速采取了一系列创新型货币政策工具，向金融市场注入流动性。概括说来，危机中美联储的货币政策工具创新主要分为四类：一类针对存款机构，包括定期贴现措施等工具创新；另一类针对交易商，包括 PDCF、TSLF 等工具；第三类针对货币市场，包括 AMLF、MMIFF；第四类针对特定的具有系统风险的企业和法人，包括 CPFF、TALF。美联储将大量资金注入金融体系和实体经济中，使银行业信贷恶化局面得到了遏制，有效地防止了金融市场流动性缺乏和重要的金融机构倒闭，对解决由于银行部门资金紧张和信心缺乏而引起的信贷收缩起到了积极作用。

与美联储的货币工具创新类似，英格兰银行业对其流动性支持政策作出改革。2008 年 4 月，英格兰引入一项政策创新，即特别流动计划（Special

① Curry Timothy, and Lynn Shibut, *The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences*, FDIC Banking Review, Vol. 13, pp: 26 - 35.



Liquidity Scheme, SLS)。根据该计划，各家银行向英格兰银行提供高质量但流动性不足的抵押支持证券或其他证券，以换取流动性大的政府证券，最终实现增强各银行融资能力、减轻金融市场流动性压力以及维持公众对金融体系信心的目的。2008 年 10 月，英格兰银行对其再贴现机制进行改革，以操作性融资便利取代之前的常设便利，并新设了贴现窗口融资便利。

欧洲央行在 2008 年 10 月对其公开市场操作手段进行创新，引入固定利率招标方式向欧元区商业银行提供无限额 7 天期的再融资操作；放宽抵押品范围，将可接受抵押品资产的评级由"A－"降低至"BBB"，并接受外币计价的资产和特定债务工具；提高长期融资和流动性供给的规模和频率等。2009 年 6 月，欧洲央行开始接受欧元区国家以欧元计价的抵押品作为公开市场操作的合格债券，以改善市场流动性，刺激私人信贷市场，鼓励银行放松信贷条件。

2. 流动性支持的效果

在流动性支持的绩效评估方面，一些研究认为这类项目的收效甚微。例如 Taylor 和 Williams (2009)① 的研究并未发现定期拍卖便利（TAF）发放的实际贷款对缓解信贷市场紧缩有任何作用。但其他研究却给出了不同的结论。他们认为，金融市场会对这一项目的宣布而不是实际贷款作出反应，因此，分析中的因变量应该采用利差而不是贷款规模。McAndrews, Sarkar 和 Wang (2008)② 发现，TAF 项目的宣布确实显著地降低了信用利差，其他研究也支持了定期拍卖便利和其他信贷便利有助于降低利率的观点。Goldberg, Kennedy 和 Miu (2010)③ 发现，美元掉期便利有助于提高美元掉期市场的绩效。Ait-Sahalia (2010)④ 采用事件研究法发现，不仅在美国，而且在英国和日本，流动性支持确实降低了银行间风险溢价，即危机中的流动性支持确实有助于稳

---

① Taylor and Williams, *A Black Swan in the Money Market*, American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association, vol. 1 (1), pp: 58－83, 2009.

② McAndrews, Sarkar and Wang, *The effect of the Term Auction Facility on the London Inter-Bank Offered Rate*, Staff Reports 335, 2008.

③ Goldberg, Kennedy and Miu, *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, Staff Reports 429, 2010.

④ Ait-Sahalia, *Market Response to Policy Initiatives during the Global Financial Crisis*, NBER Working Paper 15809, 2010.

定金融市场。

三、非常规货币政策的进一步讨论

在金融危机中，在零利率基础上进一步实施非常规货币政策在理论和实践上存在着必要性和可行性，但也存在着局限性。

（一）非常规货币政策的退出问题

非常规货币政策在次贷危机救助中发挥了积极作用，但随着经济金融形势逐步好转，非常规货币政策的退出成为广泛关注的问题。

1. 非常规货币政策退出时点的选择

非常规货币政策的退出时点选择是最重要的问题，退出过早可能给经济复苏带来压力，退出过晚则可能引发新一轮的通货膨胀和资产价格泡沫。

在 1929 – 1933 年的大萧条中，美联储曾在退出策略上犯下严重错误。1936 年，由于担心银行利用其在美联储累积的巨额准备金发放贷款，进而导致未来的信贷扩张不可控制，美联储大幅提高准备金率以吸收这些资金。这种大幅收紧的货币政策做法葬送了自 1933 年开始的强劲复苏，并导致了 1937 – 1938 年美国经济的“双谷”经济衰退。

由此可见，退出的时机至关重要，在经济尚未持续企稳的情况下，非常规货币政策不能贸然退出。各国央行不仅要持续关注主要经济数据如 GDP、领先指标、失业率、CPI、股票指数等，还要关注国际市场的供给与需求。只有在国际国内经济环境持续改善，内外部需求不断增强，经济数据连续几个季度好转的情况下，非常规货币政策才可实施退出。

2. 非常规货币政策退出策略

非常规货币政策退出并不是一蹴而就的，而是一个循序渐进的过程。从各国非常规货币政策退出的实践中能够发现，主要遵循两个策略：一是先量后价；二是先短期后长期。

“先量后价”是指在退出初期，主要减少市场中过于充裕的流动性，主要表现为减少或者停止融资工具的使用；随着经济的逐步恢复，将逐步提高基准利率，同时减少所持有的长期资产。“先短期后长期”是指首先进行短期流动性的自动收紧，然后可通过逆回购协议方式暂时收回部分流动性，停止长

期债券的购买，最后在公开市场中出售中长期债券以回收流动性。此外，非常规货币政策退出也要采取“先试后推”的策略。在正式开始大规模退出前，应有小规模的退出测试阶段，以便让市场参与者熟悉央行的操作并作好相应准备。

（二）中央银行的信誉与独立性风险

前所未有的非常规货币政策在迅速扩张央行的资产负债表规模的同时，也改变着它的结构，并埋下了潜在的损失风险。美联储购买的天量私人部门证券存在信用风险，欧洲央行“无限制”长期固定利率再融资计划面临利率风险，英格兰银行购买的国债虽无信用风险之虞，却也面临着市场风险。由于央行资产负债表的风险敞口与利率直接相关，因而在未来需要非常规货币政策退出以控制通货膨胀时，央行将面临痛苦抉择，及时加息可以抑制通货膨胀的抬头和资产泡沫，但却可能导致自身巨大的资产损失。

（三）资产泡沫与通货膨胀风险

金融危机以来货币政策传导渠道之间的不平衡性日益突出，资产价格渠道与至今仍未修复的利率渠道和信贷渠道形成鲜明对比。自从2009年年初金融市场稳定以来，在超低利率和充足过剩流动性的推动下，全球范围内的风险资产价格出现强劲反弹，其上涨速度之快，幅度之大，历史罕见。格林斯潘的前车之鉴使得央行不得不思考廉价的货币供应是否正在制造另一个泡沫。如果这种担忧成为现实，那么其后果就将是痛苦的。此外，随着经济企稳复苏，金融机构去杠杆化过程接近尾声，市场风险偏好和信贷也会逐步恢复正常，并带动货币乘数上升，从而推动广义货币快速增长，超低利率与非常规货币政策的通货膨胀风险将随之显现。

第三节　建立货币政策的危机工具箱

危机以来，各国央行在应对金融危机和经济衰退中采用了一系列政策工具，有些是专门针对危机的创新工具，有些是对传统工具扩大应用范围或加大力度。这些货币政策工具组合的总体特征是超常规、有针对性和高度宽松的。各国央行对其货币政策的危机工具箱的设计上，也会尽量与金融经济发展阶段和路径相契合。

一、次贷危机对现行货币政策的挑战

（一）对通胀目标制货币政策的反思

央行制订的目标通胀率试图影响人们的通胀预期，如果现实的通胀情况与目标通胀相符，人们的通胀预期就在央行的可控范围内。相反，如果目标通胀制有悖于现实情形，则会大大降低央行的可信度，使通胀预期变得不可控。例如，央行会对未来通胀率作出预测来表明自己的通胀预期，但是这个过程中难免会存在一些主观和不确定的因素，使预测的结果产生偏差，此时，目标通胀率无法有效引导人们的通胀预期，在很大程度上削弱了央行政策的有效性。

此外，以通胀率为目标的货币政策会增加资本市场中的道德风险。当经济处于扩张期时，资产价格的上升并没有引起通货膨胀，根据通胀目标制定的货币政策，不需要实行紧缩的货币政策；当扩张期结束时，为了获得稳定的通货膨胀率，央行就会积极地阻止资产价格的下降。这个过程说明央行的货币政策具有不对称性，有可能使未来的资产价格产生更大的泡沫，增加了市场的道德风险。在全球经济不平衡的背景下，央行仅仅关注通货膨胀，可能难以对实际经济运行中的金融泡沫风险有足够警惕。

（二）保持低通胀政策的反思

稳定的、较低的通货膨胀率对经济是最有利的，稳定的通胀率意味着产出将是稳定的，因此可以得到的政策建议就是最好的货币政策必须要维持稳定的通货膨胀率。大多数中央银行将通胀目标定在2%，大大增加经济陷入流动性陷阱的概率。

一方面，尽管货币政策对冲了经济中各种冲击的影响，但由于货币政策执行的滞后性以及其他无法预期的因素，很可能使得通货膨胀低于控制目标（2%），从而导致通货紧缩。

另一方面，较低的通货膨胀率往往意味着经济的不活跃，经济增长动力的匮乏，市场交易投资的萧条，货币政策制定者只能降息以刺激经济，但是降息这一政策存在有限的操作空间，即名义利率最多降到零，此时扩张型货币政策很难有空间对冲负向冲击对经济的影响。

基于此，过分强调低通货膨胀目标，对经济可能并不是最优的，它大大压缩了利率工具的操作空间，容易使经济陷于高通缩、高真实利率和高产出缺口的困境之中，零名义利率的约束造成的经济成本是巨大的。

（三）只关注短期利率调整的货币政策的反思

货币政策越来越集中于运用短期利率这一单一工具，即央行通过公开市场操作控制短期利率。这一选择基于两个假设：一是货币政策的效用是通过利率和资产价格而不是货币总量来进行传导的；二是所有的利率和资产价格因套利而相互联系。长期利率可由经风险调整的未来短期利率的加权平均而得，资产价格可由经风险调整的未来资产收益的折现所得。根据这两个假设，只要影响当前和未来的预期短期利率，所有其他利率和价格将随之而动，通过运用透明的、可预期的规则得以实现。多个市场的干预将是多余或是不协调的。

然而，现实中仅通过调整利率并不能实现货币政策目标。央行制订的利率可能不会一直保持在均衡利率水平，即央行可能不追求泰勒规则所要求的货币政策，而使用利率工具来达到其他目的。例如，央行试图对短期外部冲击作出反应，使货币存量增长，或者让本币达到预期汇率水平，但这些目标并没有在泰勒规则中得到体现。尤其是短期利率对总需求的刺激作用不明显。利率对总需求的刺激作用对于货币政策的最终效果至关重要，但实际上人们

更多地强调利润或生产能力对投资量的影响，而不是利率因素。Mishkin (1981)[①] 指出19世纪70年代末期美国短期名义利率很高而实际利率却很低，甚至为负，单纯依靠利率变化来调整经济活动的方法可能并不理想。

二、未来货币政策的发展轨迹

反思次贷危机可以得出，本次危机并非源于货币政策的缺陷，但却暴露了危机前货币政策框架中存在的一些问题，迫使政策制定者在危机中探寻新的政策，以及思考危机后的货币政策框架。

（一）货币政策工具的多样性十分重要

近年来货币政策理论的发展似乎反而使得央行的操作工具戏剧性地减少了。以美联储为例，中介工具只有可供平滑调整的短期利率。次贷危机使得有必要重新审视货币政策的中介目标，数量工具是重要的，从基础货币到广义货币的有规律和适宜的投放，对维持金融体系的流动性相当重要。此外，在价格型工具中，央行也应对长期基准利率和本币汇率具有足够的调节能力。经济和金融体系的日益复杂，迫使央行必须对通货膨胀预期、资产价格、产出效率和就业率等多种指标保持密切关注。央行不应局限于对短期利率的调整，而应对各口径的货币存量和价格均有调控能力，并应尽可能地关注对货币金融有重要影响的宏观经济指标，作为货币政策决策的辅助变量。

（二）货币政策中融入金融部门

次贷危机的教训之一是，货币政策决策分析最好加入金融部门的发展。目前，央行基于未来经济条件的判断和模型预测来设定利率水平和路径，实现通胀目标和经济目标。这种货币政策的缺点是金融部门的发展难以模型化，金融市场的发展只是通过影响政策制定者的未来经济判断来影响利率设定，导致分析宏观经济发展时缺少对金融条件的关注。

为了克服这一问题，必须在模型中明确纳入金融部门。目前很多工作正在开展，能否成功尚不清楚。由于对金融部门的判断仍然是重要的，央行需

① Mishkin, *Monetary Policy and Long-term Interest Rates: An Efficient Markets Approach*, *Journal* of Monetary Economics, Elsevier, Vol. 7 (1), pp: 29 - 55, 1981.

要引入很多了解金融市场运作的人员，并加强与银行监管部门的合作。

（三）货币政策应当关注资产价格

资产价格波动很可能对实体经济产生巨大的影响，特别是房地产价格由膨胀到崩溃的急剧变化很可能引发长时间的经济衰退和通货紧缩。一个值得思考的问题是，货币当局应事前避免资产泡沫破裂，还是事后采取补救措施？危机后各国政府采取的各种应对措施实际上就是对资产泡沫破裂后的被动补救，如果各央行事先对资产价格泡沫有前瞻性的预见，是否能够降低危机程度甚至避免危机？国际货币基金组织的研究表明，如果危机前美联储不实行低利率政策，房地产价格泡沫将得到一定程度的抑制。当前实践中，各国央行似乎更倾向于采取被动型的货币政策，即在资产价格崩溃之后再来对付其后果。从危机结果来看，这种做法的成本可能过大，央行应事先对资产价格作出一些反应，尤其是对于那些抵押贷款以及各类资产市场较为发达的国家①。

（四）货币政策不应对短期外部冲击作持久反应

以美联储为例，次贷危机爆发前的10年，屡次爆发的局部冲击使得美联储多次调整利率。例如1997年的东南亚金融危机，美联储三次降息，把联邦基金利率从5.5%降至4.75%；1998年长期资本管理公司陷入危机，美联储牵头金融机构联合救市并再度降息；2000年年初网络股泡沫开始破裂，以及2001年的“9·11”事件，迫使美联储连续11次降息，直至2003年联邦基金利率最终调低至1%，创50年来新低。应对每次局部和外部冲击，美联储的反应可能都是理性的，但政策叠加效果却是长达80多个月低利率的持续反应，这可能助长了资产价格泡沫和次贷危机。即便作为短期调控的货币政策每次操作是合理的，但其叠加的长期政策效果也并不一定必然合理。

（五）货币政策、财政政策和监管政策适当配合

金融危机等极端情况表明，各种宏观调控政策在国内和国际层面的搭配与合作十分重要。只有货币和财政政策相配合，才能使货币存量和利率结构维持在适宜区间，只有货币政策和监管政策相配合，对金融机构和资本市场

---

① 伍戈．对金融危机后货币政策目标的再思考．宏观经济研究，2009（8）．

之间才能形成有效的防火墙。次贷危机使我们必须更认真地反思混业经营和混业监管的有效性问题。

三、央行货币政策危机工具箱的设计

未来几年全球金融和经济有可能出现金融机构信用违约损失和清偿力危机，信贷持续紧缩阻碍金融市场和宏观经济的复苏进程，经济再度衰退压倒通货膨胀成为主要风险。基于此，央行调整货币政策的工具和目标，关键在于继续促进增长和控制通货膨胀之间寻找平衡点，既要相对长地维持宽松政策促进增长，又要避免增加通货膨胀压力，并及时应对可能发生的通货膨胀。

（一）促进经济增长的主要工具

央行超常规政策工具主要是针对流动性危机，而对于激活信贷市场、支持实体经济的作用则略显不足。在流动性逐步恢复之时，这些工具势必退出市场，政策工具重回常规，对实体经济的冲击也会有限。央行难以提供真正有效的政策工具来解决信用和清偿力风险，缓解信贷紧缩，只能随着经济复苏增长缓慢解决。

就解决惜贷、促进增长而言，央行货币政策工具箱中有直接作用的仍然是传统的利率工具，因此，相对长时间地维持低利率，通过促进经济和增加就业来解决银行信用和清偿力危机，促进信贷增长，是央行的主要工作。

以美国为例，美联储的利率政策工具主要是联邦基金利率，鉴于目前银行间拆借活动和流动性下降，存款准备金余额增加，联邦基金利率作为货币市场状况指标的可靠性下降，而存款准备金利率的作用上升。鉴于此，央行应采用存款准备金利率加上存款准备金量，作为替代性利率政策工具，同时继续关注其他市场的利率指标。

（二）控制通货膨胀的主要工具

超额准备金大幅上升对通货膨胀的影响较大，大量基础货币形成了货币供应量大幅增长的势能，未来一旦货币信贷供求回升，通过货币乘数将使货币供应倍增。因此，巨额准备金成为未来通货膨胀最大的潜在风险。央行对此应作出相应的工具安排，在流动性过程、通货膨胀压力上升时能够迅速大量回笼银行资金。

首先，为准备金付息，在需要时可通过提升利率吸引银行资金回笼。

其次，扩大逆回购（reverse repos）协议规模和期限，以回笼更多流动资金。抵押资产也从国库券、政府代理债权扩大到政府代理 MBS。

第三，为银行提供大额定期存款 CD 产品，作为付息准备金的补充。CD 利息更高，对银行资金的吸引力更大，期限更长更确定，这部分资金也更容易为央行所掌控。

第四，采用财政部临时补充些融资项目（Treasury's Temporary Supplementary Financial Program，SFP），财政部发行国库券，将所得款项存入其在央行开立的特别账户，通过将联储资产转化为负债回笼资金①。

后危机时代许多一般性的政策框架可以保持不变，最终的目标仍然是获得稳定的产出缺口和通货膨胀。危机显示决策者必须面对的是多个目标，包括产出结构、资产价格表现、不同机构的杠杆等。决策者拥有的潜在政策工具要比危机前运用得更多，最大的挑战在于如何以最好的方式使用这些工具。传统货币政策和监管工具的结合，设计更好的财政自动稳定机制，需要我们进一步的探索。

主要参考文献：

[1] Bernanke, *Deflation-Making Sure "It" Doesn't Happen Here*, www.federalreserve.gov, 2002.

[2] Bordo and Jeanne, *Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy*, NBER Working Papers 8966, 2002.

[3] Goodfriend, *Interest on Reserves and Monetary Policy*, FRBNY Economic Policy Review , 2002.

[4] Goodhart and Hofmann, *Asset Prices and The Conduct of Monetary Policy*, London School of Economics, Working paper, 2001.

[5] Hoggarth, Reidhill and Sinclair, *On the Resolution of Banking Crises: Theory and Evidence*, Bank of England Working Paper No. 229, 2004.

[6] Stone, *Inflation Targeting Lite*, Conference at the IMF in Washington,

① 陆晓明. 美联储货币政策和金融危机/经济衰退的互动及其变化轨迹. 纽约金融, 2010 (12).

D. C., September 16 – 17, 2002.

[7] Taylor, *Recent Developments in the Use of Monetary Policy Rules*, Paper presented at a conference, 2000.

[8] 巴曙松，朱元倩. 从货币政策规则看中国适度宽松货币政策的适时退出. 金融研究，2010 (1).

[9] 陈涛. 金融危机时期中美货币政策的比较. 亚太经济，2010 (4).

[10] 黄飞鸣. 金融危机与货币政策：一个新的理论框架. 金融评论，2009 (1).

[11] 翟强. 资产价格波动与宏观经济政策困境. 中国金融 40 人论坛，2009 – 7 – 14.

[12] 吴晓灵. 货币政策回归适度宽松是今后中国经济平稳发展的需要. 中国金融40 人论坛，2009 – 8 – 18.





第七章

金融监管的宏观审慎和微观审慎



金融危机之后，宏观审慎监管开始引起世界范围的关注。人们普遍意识到，只关注单个金融机构的稳健和安全是远远不够的，而建立在最低基本要求基础上的微观审慎监管，存在多方面的缺陷。要维持金融体系的全面稳定，还需要在宏观层面上实施审慎监管：从横截面和时间两个维度监测金融体系的系统性风险，并结合自上而下的宏观审慎框架和逆周期政策，维护金融体系的稳定，以最小化整个社会因金融体系的危机而导致的产出损失。危机之后，各国针对宏观审慎监管进行了诸多实践，也为我国实施宏观审慎监管提供了建议和参考。

第一节　微观审慎监管体系及其缺陷

从20世纪80年代起，以巴塞尔协议为基础的微观审慎监管逐渐成为各国银行业监管实践的主流，其中规定的各类指标，也成为衡量单个银行或金融机构能否抵御各类风险的重要标准。但在金融危机发生之后，国际监管当局普遍认识到，这个建立在最低资本要求基础上的微观审慎监管仍然存在多方面的缺陷。

一、微观审慎的总和不等于宏观审慎

微观审慎监管致力于确保单个金融机构的安全与稳定。在金融危机之前，人们普遍认为，保持单个金融机构的稳定就等于整个金融系统的稳定。但金融危机的爆发证明了事实并非如此。即使每一个微观主体都很稳健，但加总起来并不一定能保持金融系统的稳定。可能导致这种情况的原因有以下几点。

（一）公共风险暴露及风险的传染性

公共风险暴露（Common Exposure）可能造成系统性风险。当整个金融系统的大部分机构，甚至是很小的机构，都暴露在同样一种特定的风险之下时，即便是一个很小的冲击，也能通过风险的迅速传染造成整个系统的损失。

在金融市场中，金融机构可能会直接或间接遭受公共风险暴露。金融中介机构可能会与某个规模较大但较为脆弱的机构签订金融合约，而使自己直接暴露在风险之下；也可能因为与某个直接风险暴露的互换对方进行互换交易，而使自己间接地面对风险。无论何种情况，一旦风险遭到触发，金融风险的传染机制就会迅速起作用，进而将风险扩大到整个金融系统。

金融风险之所以具有传染性，是因为在整个金融领域，各金融机构并不仅仅是简单地通过借贷为实体经济服务，他们之间的资产具有高度关联性。

一般来说，广义的货币、金融危机的国际传染渠道可划分为非偶发性传染渠道和偶发性传染渠道。前者指的是在危机爆发前的稳定期和危机期都存在的传染渠道，它源于国家或地区之间的实际经济金融联系；后者指的是仅出现于危机爆发后的传染渠道，它与经济基本面无关，仅仅是投资者或金融市场其他参与者行为（尤其是非理性行为）的结果。

（二）不完善的监管指标体系

整个金融体系处在不断的发展变化中，我们衡量其是否安全稳定的各项指标也应随着金融体系的发展而不断进行完善。与金融体系发展不相符的监管指标，会造成对当前形势的错误判断。此次全球金融危机的发生，就暴露出原有指标体系的缺陷。因此，在2010年9月12日公布的巴塞尔协议Ⅲ中，对监管指标进行了修正。

巴塞尔协议Ⅲ对资本监管提出了新的要求：规定更为严格的资本充足率要求，将核心一级资本充足率从2%调高至4.5%，一级资本充足率从4%调高至6%；引入3%的杠杆比率作为非风险的监管补充措施；建立了资本留存缓冲资金和逆周期缓冲资金范围。另外，还引入了两个流动性监管指标：流动性覆盖率（Liquidity Coverage Ratio）和净稳定资金比率（Net Stable Funding Ratio），以及额外的监督性监控工具。

危机之后巴塞尔协议的修正，也正好证明了监管指标体系对金融体系稳定的重要性。并且说明，仅依靠监管指标体系保证单个金融机构的稳定，是远远不够的。

（三）集体失误现象

此次金融危机，可以从宏观层面解释为过低的利率造成过低标准的贷款，以至于泡沫越来越大；也可以从微观层面解释为金融机构集体表现得过于乐观，导致他们降低标准、放松审查。这样一种集体现象呈现出“羊群效应”，最终导致泡沫的出现。

集体失误现象也可以用凯恩斯在《通论》中提出的“动物精神”（Animal Spirit）来解释。他认为人的行为不仅仅受理性指导，有相当大比例的自发活动取决于我们自身“想要采取行动的冲动”，而并非是理性经济学家所指示的

"收益乘以其概率的加权平均值"①。而今，新凯恩斯主义学者系统地发展了"动物精神"理论，诺贝尔奖得主阿克洛夫（George A. Akerlof）坚信，必须考虑动物精神才有可能真正理解经济波动，并且在他和希勒（Robert J. Shiller）的新作《动物精神》中提出，动物精神实际上是理性动机和非理性行为的代名词。尽管大多数经济行为源于理性的经济动机，但也有许多经济行为受动物精神的支配，即人们总是有非经济方面的动机，在追求经济利益时，并非总是理性的。人们的理性有可能被动物精神所支配②。

二、微观审慎对系统性风险的监管缺失

随着金融业的不断发展，金融机构之间的相互联系和相互依赖增加，由此产生的系统性风险也随之增强，而各种创新金融产品和金融业务的发展也使得风险的相关性和复杂程度不断增加。但是长期以来，系统性风险由于被机构间的相互作用所掩盖，并没有受到广泛的重视，甚至完全脱离了监管。

金融危机之前，在各国的监管体系中，监管当局往往更为重视对单个金融机构的风险控制，即微观审慎监管。虽然这能为单个金融机构提供安全稳健的保障，但从长远来看，由于缺乏对整个金融体系的全面判断，微观审慎监管体系无法对系统性风险作出有效衡量，也无法确认系统性风险的聚集程度，更不能隔离风险在实体经济与虚拟经济之间的传导。

三、微观审慎对顺周期性的监管缺失

银行在资本约束下的信贷活动、宏观经济因素对借款人违约概率的影响、公允价值等会计准则、VaR 模型的区间选择等因素，都能引起银行的顺周期行为。如：银行业的信贷活动，本身就具有萧条时收缩、繁荣时扩张的特点，呈现出明显的顺周期特征。这种顺周期性不仅加剧了经济的波动，而且也造

---

① John M Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan, pp: 161 - 162, 1936.

② George A. Akerlof and Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009.

成了银行的一些错误决策：在经济景气时期，银行对企业的投资项目和偿债能力往往过于乐观，导致信贷标准放低，使得许多净现值为负的项目也能获得融资，在到期后出现违约；在经济衰退时期，银行不良资产趋于增加，银行信贷政策趋于保守，使得许多净现值为正的项目被拒绝，又不利于经济的复苏。

然而，微观审慎监管者无法从资产负债表中察觉到由于顺周期性产生的任何不良表现。由于银行保持了符合最低资本要求的资本充足率，监管者从银行角度，只能看到经济面的稳定发展，无法发现需要控制和解决的问题。于是由顺周期性引发的系统性风险在这段经济周期中不断累积，并最终释放和蔓延到其他部门。

四、微观审慎监管缺陷的一个实例模型

Stephen Morris 和 Hyun Songshin（2009）提出系统性风险传递的经典模型①，从这个模型可以非常明确地看出微观审慎监管在应对系统性风险方面的缺失。

由于银行或其他金融机构是资本的重要来源，他们的破产会带来资本的巨大损失并增加资本的使用成本。因此，系统性风险传递的经典案例一般是从某个银行受到信贷损失的冲击或破产开始的。如图 7－1 所示，银行 B 向银行 A 提供贷款，满足银行 A 的资金需求。当银行 B 受到外部冲击而遭受信贷损失时，它会用自己的权益资本来弥补。而当其权益资本耗尽时，银行 B 会尽可能地收缩风险敞口，使其账面资产规模与股权资本规模相适应。

需要说明的是，这个模型中存在三个假设：（1）银行 A 没有其他资金借贷来源；（2）银行 B 放款减少的幅度相当大；（3）银行 A 的资产缺乏流动性并只能以超低价格出售。在这样的情况下，银行 B 紧缩放贷的行为无异于挤兑了银行 A，也可以说银行 B 基于微观审慎监管的行为，给银行 A 带来了严重的影响。因此，在上述情况下，如果采用微观审慎监管的方法来确保银行 B 的稳定，其解决方法是减少银行 B 的放款额，以此来降低其

① Stephen Morris and Hyun Song Shin, *Financial Regulation in a System Context Comments and Discussion*, Brooking Papers on Economic Activity, pp: 229－274, 2008.

风险敞口，实现自己微观审慎监管的目标。但银行 B 放款的减少，将必然造成银行 A 的流动性短缺。在无其他资金来源的情况下，银行 A 只能降价出卖自己的资产。

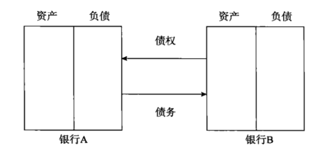


图 7－1　有银行间借款的银行资产负债表

资料来源：Stephen Morris and Hyun Song Shin, *Financial Regulation in a System Context*, Brookings Papers on Economic Activity, 2009.

如果此模型扩展到多家银行，则如图 7－2 中所示，银行 A 从银行 B 借款，银行 B 从银行 C 借款……如果银行 A 受到信贷违约的冲击，则银行 B 受到损失，如果银行 B 的损失大到必须出卖其资产的时候，则银行 B 违约，银行 C 将受到冲击。当银行 C 的损失足够大的时候，银行 C 违约，又会使下一个银行受到牵连。这种多米诺骨牌效应便会无限延伸下去。由于银行业在现代资本市场中位于中心环节，众多企业依靠着银行业的资金生存，因此，资本市场的倒塌将会通过连锁反应影响到其他实体经济，导致实体经济危机和宏观经济的大幅波动，进而带来 GDP 的损失。

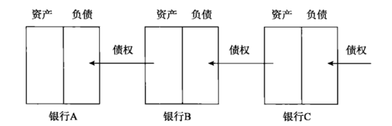


图 7－2　有银行间借款的银行资产负债表链条关系

在本次金融危机中，贝尔斯登的挤兑、雷曼兄弟的破产无不遵循了这一模式。对此，Stephen Morris and Hyun Song Shin（2009）等人的结论认为，

单个金融机构微观审慎监管的目标并不一定能够实现金融体系的稳定，相反还会给整个金融体系带来前所未有的压力，因此，提高某个机构偿付能力的微观审慎监管目标与维持金融体系稳定的宏观审慎监管目标之间是不相容的。



第二节　宏观审慎监管体系及其改革

正如前一节提到的，在金融危机发生之后，国际监管当局普遍认识到，建立在最低资本要求基础上的微观审慎监管存在多方面的缺陷。因此，加强宏观审慎监管以保障金融体系的稳定，迅速成为各国政府、国际组织及学术界的共识。

一、宏观审慎监管的产生

金融危机之后，“宏观审慎”（Macroprudential）逐渐成为一个热门词汇，几乎在短短几个月内就引起了世界范围的广泛关注。但这并不是意料之外的，因为应对此次危机的一个关键性的国际政策，就是加强宏观层面的金融监管。

（一）起源：对国际贷款的关注

虽然在金融危机之后才得到广泛关注，但事实上“宏观审慎”这一术语早在20世纪70年代末就提出了。根据BIS的报告，它出现在库克委员会（Cooker Committee，巴塞尔银行监督管理委员会的前身）于1979年6月举行的一次国际会议中。该会议讨论了国际银行贷款到期转换的潜在数据集合。当时的会议主席（WP · Cook，Bank of England）认为，委员会普遍关心的微观经济问题已经开始逐渐与宏观经济问题相联系，因此，委员会应当对宏观审慎问题予以合理的关注。

“宏观审慎”第二次出现是在一份1979年10月的英格兰银行背景文件中。文件把审慎监管措施作为限制贷款的一种途径进行了测试，并且将典型的个体银行监管的微观审慎方法和宏观审慎进行了比较。文中举例说明了微观审慎监管会遭到失败的原因，并指出微观审慎监管需要配合更广泛的视角进行审慎考虑。

另外，在 1980 年 2 月 G10 的 Lamfalussy 工作小组的报告中，也从微观审慎和宏观审慎两个方面强调了国际银行系统有效监管的重要性。然而相关条款没能在 4 月的 G10 会议联合公报中通过，因此它并没有出现在公众的视野中。

（二）首次公开提及：对金融创新的担忧

“宏观审慎”第一次在公共文件中出现要追溯到 1986 年。在欧洲煤钢联营（ECSC）的一份对国际银行创新的报告中，讨论了宏观审慎监管政策的概念。报告将“宏观审慎监管”定义为一种促进广泛的金融系统和支付机制的安全和稳健的政策。并强调了金融创新的几个缺陷，讨论了金融创新如何增加金融系统的整体风险，重点是衍生品市场和资产证券化。

随后几年，“宏观审慎”似乎从人们的视线中消失了，但它仍然在 BIS 内部文件的一些规则中被 ECSC 使用到。直到 1992 年，这个概念才在 ECSC 对国际银行关系发展的报告中再次出现。这份报告考察了银行同业拆借市场中的各个环节和其中的参与者之间的关系，并探讨了对宏观审慎的关注可能会造成的影响。

此后，宏观审慎开始在各种报告中多次被提及。1997 年，“宏观审慎”还在亚洲金融危机中扮演了主要诱因。因此在 1998 年 1 月的 IMF 关于健全的金融体系框架报告中提及有效的银行监管必须通过微观和宏观审慎两方面的监测来达到。

（三）再次关注：对顺周期性的担忧

2000 年，世界范围内对“宏观审慎”的关注达到了一个新高潮。这一年的 10 月，BIS 的总经理 Andrew Crockett 在国际银行监管会议上，对比了微观审慎和宏观审慎的管理和监督办法，尝试对两个视角（宏观和微观）进行了更加精确的定义，并提出了宏观审慎监管的二维测度。

在随后的几年里，上述关于宏观审慎监管的定义经常在 BIS 的工作以及出版物中出现。业内进行了大量的研究，试图使之更加完善，并进一步明确了其政策的含义。2007 ~ 2009 的金融危机之前，关于宏观审慎的政策辩论主要集中在时间维度，主要关切的问题集中在金融系统顺周期性的资本标准和对金融系统与宏观经济关系的监测的缺陷。而金融危机之后，横截面维度也脱颖而出，主要是对系统重要性机构和相关的“大则不倒”问题的关注。



二、宏观审慎监管的内容

从20世纪70年代开始，随着对金融体系稳定和宏观经济问题的研究，国际上各方尤其是BIS已经对明晰“宏观审慎”的定义做出了很多努力。宏观审慎监管的内容及相关措施也在这个过程中逐渐丰富起来。

（一）概念及目标

宏观审慎监管，是为了维护金融体系的稳定，防止金融系统对经济体系的负外部溢出而采取的一种自上而下的监管模式。它是一个与微观审慎监管相对应的概念。与微观审慎监管关注单个金融机构安全不同，宏观审慎监管关注的是整个金融系统的稳定，重视金融系统风险的部分内生性而不仅仅只重视外生性风险。

金融体系的外部性特征是金融监管合理性存在的理论基础。金融监管通过内部化潜在的因金融机构破产而导致的社会成本，最小化社会福利的损失。在评论本次金融危机带来的启示时，Acemoglu认为，危机并非源自市场体系的失败，而是缺乏有效监管的金融体系的失败，而危机后的政策选择和金融监管的改革，都应以促进经济发展为最终目标。Borio（2002）也认为，宏观审慎监管的目的是尽可能地降低金融机构的破产成本，提高整个社会的产出水平。不难看出，降低社会承担的因金融机构破产而引致的成本，提高经济总体产出水平与社会福利水平都是金融监管的目标①。

因此，宏观审慎监管的根本目的是最小化整个社会因金融体系的危机而导致的产出损失，其最直接的目标则是维护金融体系的稳定。

（二）宏观审慎监管的二维测度

宏观审慎监管涉及如下两个维度：一是横截面维度（Cross-sectional Dimension），指的是在任意时间点内，风险在金融体系中的分布以及各个金融机构之间的相互作用。二是时间维度（Time Dimension），关注风险随时间如何

---

① CEV Borio, *Towards a Macro-prudential Framework for Financial Supervision and Regulation?* Lecture prepared for the CESifo Summer Institute 2002 Workshop on “Banking regulation and financial stability” Venice, July 17－18, 2002.

变化，尤其考察其与金融周期之间的关系。

在横截面维度上，宏观审慎监管的关键在于处理特定时间内金融机构的公共风险暴露。它关注的是金融体系中具有相似风险暴露的机构，以及这些机构之间的相互联系。因此，这需要用审慎工具对单个金融机构的系统性进行校准，衡量他们对整体风险的贡献。例如，如果一个机构的破产会对金融系统造成更大的破坏性，那它就应该受到更严格标准的监管。

在时间维度上，考察宏观审慎监管不仅要注意整体风险随着时间推移形成的累积，更重要的是考虑系统性风险是如何通过金融体系内部及金融体系和实体经济间相互作用而扩大的，即金融系统固有的顺周期性。因此，时间维度方面的政策更重要的是如何抑制金融体系固有的顺周期性。解决这一问题，需要审慎监管框架在经济上行时期，为其建立足够的缓冲额度，以便在经济下行时期发挥稳定器的作用。

（三）宏观审慎监管的措施

按照上述宏观审慎监管的两个维度，在横截面维度上，宏观审慎监管应通过自上而下的监管框架，先根据系统总体风险水平确定总的资本金要求，然后按照各个金融机构对系统风险的贡献程度分配资本金要求来实施监管；在时间维度上，为抑制金融体系的顺周期特征，监管当局应主要以逆周期政策实施监管。但在实践中，自上而下的宏观审慎监管框架应该与逆周期政策互相配合，而并非各自单独发挥作用。

1. 自上而下的宏观审慎监管框架

自上而下的宏观审慎监管框架需要中央银行与金融监管当局都参与到监管体系当中，并应加强两者间的协调。

在中央银行层面上，其政策目标应该从单一的价格稳定转为兼顾价格稳定与金融稳定的双重目标。根据金融市场有效性理论，央行只要保证价格水平的稳定，金融体系就可以如其他市场一样通过自我调节实现稳定。但现实中一再发生的金融危机否定了这种理论推理，其原因是金融系统并非有效的。因而，价格稳定不是金融稳定的充分条件。相反，价格水平稳定的经济体常常具有长期低利率、金融体系的高杠杆比率以及资产价格泡沫等特征，这些都会引发金融体系的不稳定。因此，金融稳定也是央行应关注的政策目标。

尽管央行掌控着货币发行权并可以检测信贷扩张等宏观经济指标，但由

央行直接管理金融机构并不合适。因此在宏观审慎监管框架中，仍然由金融监管当局实行对金融机构的直接监管职能。同时，由于金融监管当局对个体金融机构状况有了更详尽的了解，能够更好地量化系统重要性金融机构对系统风险的贡献度，以完成各金融机构之间相应的资本要求分配。

具体而言，Aglietta（2009）提出了一个央行与金融机构相互协调，自上而下的宏观审慎监管框架（如图7－3）。

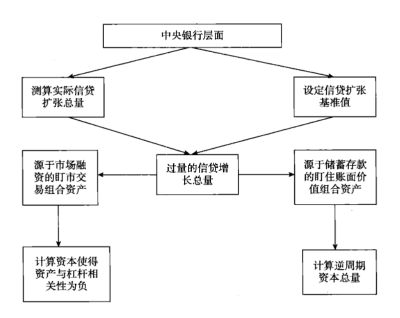


图7－3　自上而下的宏观审慎监管框架

资料来源：Michel Aglietta，Laurence Scialom，*A Systemic Approach to Financial Regulation*：*A European Perspective*，Working paper of Economic，2009.

在这个框架中，央行设定一个通胀调整后的信贷扩张基准值，该基准值与长期真实GDP的增速相一致。同时，央行通过测算真实信贷扩张的数量，计算真实值与基准值之间的差额，以此确定超额信贷扩张总量。以超额信贷为基础，将金融体系中的资产按其相对应的融资来源进行分类，对来源于储蓄存款的盯住账面价值的组合资产计算总的逆周期资本，而对来源于市场融资的盯市交易组合资产计算相应的加总资本要求。后者主要针对影子银行体系的流动性风险，其监管方法是通过资本金要求使影子银行体系的资产与杠杆相关性为负。其原因在于，影子银行系统杠杆比率与总

资产存在显著的正相关性是金融危机发生前的普遍特征。最终，央行将上述两类总资本金要求的信息传递给金融监管当局，由金融监管当局实施直接监管。

在金融监管当局层面，其主要责任是量化系统重要性机构对于整个金融体系系统性风险的贡献度，并据此将央行测算的总资本要求分配给上述各金融机构。同时，通过设定有差异的准备金要求来管理流动性风险。实践中，确定个体金融机构的系统重要性可以通过结构法或宏观压力测试的方法。其中结构法主要通过对金融机构间资产负债表的相关性进行建模以确定其间的关联性和共同风险敞口，并以此计算其各自对系统性风险的贡献度。宏观压力测试则是首先由金融监管当局设定压力测试场景，由金融机构自行采用压力测试的方法估算风险，然后与金融监管当局的独立评估相比较，当两者之间的结果不相匹配时再进行下一轮的压力测试，通过多轮次的重复压力测试，直至其最终趋于一致，从而在尽可能兼顾潜在的风险及机构之间相互关系的情况下，衡量金融机构对系统风险的贡献度。

2. 宏观审慎监管的逆周期政策

如何抑制金融体系的顺周期特征，是宏观审慎监管的关键。金融体系的顺周期特征与当前资本金监管方法、金融机构高杠杆的经营策略以及盯市会计准则等密切相关。对此，监管机构可以采取逆周期资本要求、杠杆率限制、动态拨备制度等政策工具来缓解金融体系的顺周期性。

（1）逆周期资本要求

逆周期资本要求是指针对宏观系统性风险，通过资本监管规则的设计促使银行在经济上行时期增加资本金，以缓冲经济下行时期资本金要求的大幅提升给银行带来的风险。它通过资本金监管来抑制银行信贷对宏观经济周期性波动的放大作用，缓解金融体系的系统性风险。

在2010年9月12日巴塞尔委员会正式宣布的国际银行资本监管制度改革总体方案（巴塞尔协议Ⅲ）中，就包含了计提逆周期资本缓冲的相关要求。根据巴塞尔协议Ⅲ的规定，银行应保留不低于银行风险资产2.5%的资本留存缓冲，若达不到此要求，银行的派息、回购股票以及发放奖金等活动都将受到限制。这一规定将在2016年1月开始启用，并于2019年1月完全生效。除此之外，巴塞尔委员会还在7月特别提出了一个逆周期资本缓冲要求，即在

经济繁荣时期，银行应额外划拨 0 ~ 2.5% 的逆周期缓冲资本，以防止信贷过度增长，同时又可在经济不景气时帮助吸收亏损风险。这部分资本由普通股或其他可完全吸收亏损的资本构成。遗憾的是，2010 年 9 月 12 日的会议上各方并没有就此达成一致，巴塞尔委员会表示将与各国监管部门协商，以确定这一缓冲资本的具体实施条件。

（2）杠杆率限制

杠杆率限制也是危机之后各国际组织及各国监管机构所提出的宏观审慎监管体系中的重要政策工具之一。与新巴塞尔协议中的内部评级法及其他内部评级模型相比，杠杆率指标不易被操作，且不具备风险敏感性。因而与具有较强风险敏感特征的微观审慎监管工具有很好的互补性，能够更好地缓解其周期性特征。

历次危机爆发前，高杠杆率都是金融机构最重要的特征之一。限制杠杆率可以防止金融机构的非理性扩张以及由此引发的系统性风险积累。而从危机对各国金融体系的冲击来看，由于加拿大等一些国家在其金融体系中更广泛地采用了杠杆率指标方面的监控与限制，缓解了其银行体系的顺周期特征，在相当程度上减轻了金融危机的影响。杠杆率指标计算简单，但其有效性也依赖于其在金融体系中应用的广泛性。由于银行混业经营的不断深入，金融机构拥有越来越多复杂的表外结构，其种类繁多的衍生品交易使得杠杆率的准确计算存在相当大的困难。除此之外，杠杆率限额的设定对金融机构的业务与经营选择有很大的影响，并设计监管边界的争议。这些问题都有待更加深入的探讨。

（3）动态拨备制度

动态拨备制度作为一种缓解贷款损失准备顺周期特征的宏观审慎监管政策工具，其原理与逆周期资本在原理上相同，即在经济上行时期提高拨备计提，以抵消经济下行期内急速上升的信用损失和拨备要求。按照会计准则的真实性原则，当前银行及金融机构的拨备计提规则必须基于实际发生的交易或事项，因而具有明显的滞后特征，导致了贷款损失准备的计提具有较强的顺周期性。在经济状况加速恶化的时期，金融机构由于剧增的拨备计提要求不得不缩减信贷，从而进一步加剧经济的下滑。因此，建立动态拨备制度的原则是提高拨备计提的前瞻性。

从国际经验来看，动态拨备没有统一定义，只有西班牙在2000年至2004年采取过动态拨备制度。这种动态拨备制度下，动态拨备与过去传统的一般准备、专项准备共同构成银行的总拨备。该国央行收集了20年的各行业和各业务的历史违约率。当经济上行时，如果当期违约率低于历史违约率，则按历史违约率计提准备金；反之，如果经济下行导致违约率高于历史数据，则会少计提准备金。但2004年以后，西班牙改用国际会计准则计提准备金。

三、宏观审慎和微观审慎相结合的监管

虽然在国际范围内，宏观审慎监管的重要性已经得到普遍认可，但目前大多数监管工具的目的仍然在于调节和监管单个机构。因此，在审慎监管方面今后最主要的挑战就是要成功促成宏观审慎和微观审慎两方面的结合，以实现它们在使用中的平衡。

（一）宏观审慎和微观审慎监管的区别

宏观审慎和微观审慎监管的区别见表7-1。

表7-1 宏观和微观审慎监管的比较分析

	宏观审慎监管	微观审慎监管
直接目的	防范金融系统的危机	防范单个金融机构的危机
最终目标	避免GDP的损失	保护消费者（投资者或储蓄者）
风险模型	（一定程度上）内生的	外生的
金融机构之间的相关性及公共风险暴露	重要	不相关
审慎控制的衡量标准	整个系统范围内实行自上而下的衡量方法	单个金融机构内实行自下而上的衡量方法

资料来源：CEV Borio, *Towards a Macro-prudential Framework for Financial Supervision and Regulation*? Lecture prepared for the CESifo Summer Institute 2002 Workshop on “Banking regulation and financial stability” Venice, July 17-18, 2002.

从目的上看，宏观审慎监管的目的是防范金融危机爆发的风险，从而避免造成实体经济产出作为一个整体遭受重大损失；而微观审慎监管的目的是

防范单个金融机构破产的风险，从而达到保护消费者，即投资者或储蓄者的目的。从风险模型上看，宏观审慎监管认为风险受金融机构自身行为以及他们之间相互联系的影响，因此是部分内生的；而微观审慎监管则认为风险是完全外生的。所以宏观审慎监管重视金融机构之间的相关性及公共风险暴露，而微观审慎监管认为这并不重要。从审慎控制的标准上看，宏观审慎监管在整个系统范围内实行自上而下的衡量方法；微观审慎监管在单个金融机构内实行自下而上的衡量方法。

正是由于宏观审慎监管和微观审慎监管在目的、风险模型、对金融机构相关性的看法以及审慎控制的衡量标准等方面的差异，使得宏观审慎监管和微观审慎监管在一定程度上能很好地相互补充。

（二）宏观与微观层面相结合的监管指标

1997 年亚洲金融危机之后，Owen 等人就在 2000 年提出了一系列宏观审慎监管指标（Macroprudential Indicators，MPIs）。他们认为，能够实施金融稳定监管的先决条件，是要有一系列分析当前金融体系现状的指标。这些宏观审慎监管指标包括两方面的内容：第一是衡量单个金融机构是否稳定的微观审慎指标的集合；第二是与金融稳定相关的宏观经济变量（见表 7 –2）。

Owen 认为，整个金融体系是否稳定，一方面可以通过单个金融机构稳定指标的集合（微观审慎指标的集合）来得到，另一方面也依赖于整体经济的活动情况。其中，微观审慎指标的集合主要是影响金融体系稳定的同期或滞后指标，而宏观经济变量则是先行指标。因此，对金融体系稳定性的监管，应当从微观和宏观两个层面进行。

遗憾的是，在 Owen 当时提出的宏观经济指标中，并没有特别提出金融体系的顺周期性以及对金融机构之间相关性的足够重视。以至于在随后几年中，便于测算和监控的微观审慎指标，仍然是研究和发展的重点。

表 7 –2　宏观审慎监管指标（MPIs）

微观审慎指标的集合	宏观经济指标
资本的充足性	经济增长
资本充足率的集合	总量增长速度
资本充足率的频率分布	行业部门衰退

续表

微观审慎指标的集合	宏观经济指标
资产质量	国际收支平衡
贷款机构：	经常项目赤字
杠杆率、关联贷款、资产风险概况	外汇储备充足率
借款实体：	对外债务（包括期限结构）
债务产权比率、企业盈利能力	贸易条件
管理稳定性	资本流动组成和期限
费用比率	通货膨胀
每股盈利	通货膨胀波动
金融机构数量增长	利率和汇率
收入和盈利能力	利率和汇率波动
资产收益率	国内实际利率水平
股本回报率	汇率的可持续性
收入支出比	汇率担保
盈利能力结构指标	贷款和资产价格膨胀
流动性	贷款膨胀
央行金融机构的信贷	资产价格膨胀
银行同业拆借利率	传染效应
货币总量相关存款	贸易溢出效应
存贷比	金融市场相关性
资产负债期限结构	其他因素
二级市场流动性措施	指令性贷款和投资
市场风险敏感度	政府依靠银行系统
汇率风险	经济中的欠款
利率风险	
股票价格风险	
商品价格风险	
市场化指标	
金融投资工具的市场价格，包括股价	
超额收益率指标	
信用级别	
主权利差	

资料来源：Owen Evans，Alfredo M. Leone，Mahinder GillPaul Hil，*Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*，Occasional Paper（International Monetary Fund），No. 192，2000.

（三）宏观审慎和微观审慎相结合的监管体系

Borio（2002）曾将宏观审慎监管与微观审慎监管的区别用证券组合进行了类比。他把整个金融体系看做一个证券组合，其中各金融机构则看做这个组合中的单个证券，这个证券组合的损失代表实际金融体系的损失。则宏观审慎监管会关注证券组合作为一个整体的尾部损失。它首先将资产组合作为

一个整体而设定一个可以接受的尾部损失临界值，然后测算组合中的每个证券对组合风险的贡献。而微观审慎则倾向于关注这个组合中每一个证券的尾部损失。它分别对单个证券的风险进行审慎监管，并认为对整个组合的影响则是单个风险的总和①。

根据证券组合配置理论，在考虑证券组合的风险时，除了分析单个证券的风险状况，组合中各个证券之间的相关性以及系统性风险和特质风险之间的区别，也都是非常重要的因素。因此，在考虑金融体系的风险时，我们也应该将宏观审慎和微观审慎两个方面结合起来。

① CEV Borio, *Towards a Macro-prudential Framework for Financial Supervision and Regulation?* Lecture prepared for the CESifo Summer Institute 2002 Workshop on "Banking regulation and financial stability" Venice, July 17 - 18, 2002.

第三节　危机后的监管改革实践

此次金融危机的爆发和蔓延，使得各国都认识到在层出不穷的金融创新带来金融和经济领域发展的同时，也需要重视金融监管。因此，各国相继提出了金融监管改革方案，并且其中都提到了加强宏观审慎监管的内容。

一、美国实施监管改革的实践

金融危机爆发之后，美国开始对其原有的金融监管体系进行彻底的改革，改革的主要方向是建立起一套能够有效防范系统性风险的宏观审慎监管体系。2009 年 6 月 17 日，奥巴马政府颁布了名为《金融监管改革——新基础：重建金融监管》（Financial Regulation Reform A New Foundation：Rebuilding Financial Supervision and Regulation）的金融监管改革方案。该方案的最终版本于 2010 年 7 月 15 日获得美国国会通过，并于 2010 年 7 月 21 日经美国总统奥巴马签署，成为正式的金融改革法案。这是美国自 1929 - 1933 年“大萧条”以来最庞大也是最严厉的金融改革法案。

这份金融监管改革将金融体系视为一个整体，致力于满足以下 5 个目标：

一是促进对金融机构的有力监测；

二是建立对金融市场的全面监管；

三是保护消费者和投资者免受不当金融行为的危害；

四是赋予政府应对金融危机的政策工具；

五是提高国际监管标准及促进国际合作。

其中，前两个方面的目标就是指要在微观审慎和宏观审慎两个层面上加强金融监管的要求。

在促进金融机构有力监测方面，金融改革法案中提到，对市场机制有关

键性影响的金融机构，应该受到更强有力的监管。尤其是对金融体系可能造成重大风险的金融机构，更应该受到严格监管。对此，政府将推行以下几点措施：设立金融监管的金融服务监督委员会（Financial Services Oversight Council），以识别新出现的系统性风险以及促进一体化合作；给予联邦储备委员会新的特权，使其能够监督所有可能威胁金融稳定的机构；对所有金融机构实施更严格的资本要求以及其他审慎标准，对大型、相互关联性强的机构使用更高的标准；设立国家银行监管机构（National Bank Supervisor），由其监督所有的联邦特许银行；撤销储蓄管理局（Federal Thrift Charter），以及其他可能导致监管漏洞的机构，避免一些存款机构借此规避监管。

在建立金融市场全面监管方面，法案中提到，整个金融市场必须足够强健，才能承受系统范围内的压力以及一个或多个大型机构的破产。因此，该法案建议：强化证券市场的机制，如增加市场透明度，强化对信用评级机构的管制等；对所有场外交易的衍生品进行全面监管；对联邦储备委员会赋予监督支付、清算和结算系统的权利。

总之，在新的金融监管改革法案中，美国表现出对系统性风险的充分重视，以及对系统重要性机构的严格监管，旨在建立一套能够有效防范系统性风险的宏观审慎监管体系，维护金融系统的稳定。

二、英国金融监管框架的构建

英国金融监管框架的改革内容主要体现在两份文件中，分别是 2009 年 2 月英国议会通过的《2009 年银行法案》（Banking Act 2009），和英国财政大臣达林于 2009 年 7 月公布的《改革金融市场》（Reforming Financial Markets）白皮书。这两份文件基本清晰地表明了英国金融监管框架改革的未来趋势，包括以下 5 个方面①：

一是设立专门机构，高度重视系统性风险的监管；

二是明确监管当局在危机银行处置中的权限和程序；

三是改善金融监管部门之间的协调；

---

① 胡滨，尹振涛．英国的金融监管改革．中国金融，2009（17）．

四是加强金融消费者利益保护；

五是强化国际和欧洲监管合作。

针对此次金融危机，英国政府强化了金融稳定目标，《2009 年银行法案》和《改革金融市场》白皮书分别提议建立两个专门机构，从两个层面来加强金融稳定的监管。《2009 年银行法案》明确规定了英格兰银行作为中央银行在金融稳定中的法定职责和核心地位，并强化了相关的金融稳定政策工具和权限。法案要求在英格兰银行理事会下面成立金融稳定委员会（Financial Stability Committee，FSC），主要职责是在收集各方信息的基础上，对金融体系中可能出现的系统性风险进行监测和应对。《改革金融市场》白皮书则提出建立一个新的金融稳定理事会（Council for Financial Stability，CFS），全面负责监控金融业的风险和稳定。这两个机构的人员将定期会商，报告并讨论与系统性风险和金融稳定相关的问题。

除了新机构的成立，为了改善金融监管部门之间的协调，《2009 年银行法案》规定了有关金融监管部门在信息共享等方面的职权，规定金融服务局可获得英格兰银行和财政部在金融稳定方面的监管信息，同时要求加强与存款保险机构等在特别处理机制进程中的有关协作等内容。

2010 年 7 月，英国财政部正式发布了金融监管改革的详细方案，尝试通过改革防范未来的系统性风险。该方案将废除三方监管体系（英国财政部、英格兰银行和英国金融服务局）并将一个单独的机构（英格兰银行）置于保持金融稳定框架的中心。英国政府认为这是其金融监管体系所需进行的一项最重要的改革。以这种方式将权利集中于英格兰银行，并赋予其在宏观审慎监管方面新的政策工具，将建立一个对英国金融体系与经济影响力显著增加的强有力的机构。

三、欧盟宏观审慎监管框架的构建

2009 年 6 月 19 日，欧盟理事会通过了《欧盟金融监管体系改革》方案，并于 2009 年 9 月 23 日通过了金融监管改革的立法草案，改革的基本目的是建立一个宏观审慎监管和微观审慎监管并重的金融监管体系，并且在新的改革法案中将宏观审慎监管和微观审慎监管有机地结合起来。

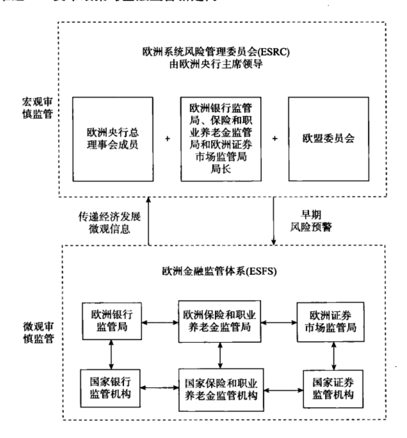


图7-4 欧盟宏观审慎监管与微观审慎监管结构

资料来源：J. De Larosiere. *The High-level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels, February 25, 2009.

如图7-4所示，宏观层面的审慎监管由欧洲系统风险监管委员会（European System Risk Council，ESRC）负责，该组织由欧洲中央银行主席领导，其下由3个部分组成，分别是欧洲中央银行总理事会成员（由27个成员国的央行行长组成）、欧洲银行监管当局局长、欧洲保险和职业养老金监管当局局长、欧洲证券市场监管当局局长和欧盟委员会的一名代表组成。欧洲系统风险监管委员会（ESRC）的主要职责有：一是分析宏观经济信息，监控和评估宏观经济发展中威胁金融体系和宏观经济的风险；二是识别欧洲层面的系统性风险，并分析其与单个金融机构的联系；三是在识别出系统性风险的情况下，有权向欧洲金融监管当局和各国金融监管当局提出建议或警告，并督促其采取监管措施；四是有义务将识别的系统性风险向国际金融组织如国际货

币基金组织（IMF）和金融稳定理事会（FSB）通报。

微观层面的审慎监管由欧洲金融监管体系负责（European System of Financial Supervision，ESFS），这个体系由欧洲银行监管局、欧洲保险和职业养老金监管局、欧洲证券市场监管局组成。在这三个欧盟层面的监管框架下，分别负责各国相应的金融机构的微观监管。虽然上述三个机构在欧盟金融监管体系（ESFS）建立之前就存在了，但其监管效果却差强人意。其原因主要是这三个机构只有咨询、建议权，并无实质监管权，各类主要监管规则、技术标准、法令条例等还是由各国监管当局自定。这种分裂的监管体系严重制约了欧盟单一市场的整体发展，金融体系的不稳定性也不断增加。而此次欧洲金融监管体系建立的目的，即是对上述问题进行整合，强化各国监管规则标准的一致性，从而提高欧盟各成员国金融监管的效力。

对于如何将宏观和微观层面的监管结合起来，欧盟采用了如下方式：欧洲金融监管体系（ESFS）搜集微观领域的信息，并将发现的问题传递给欧洲系统风险管理委员会（ESRC），而欧洲系统风险监管委员会则通过对欧盟区域范围内整体宏观经济信息的判断，对可能产生系统性风险或威胁金融体系不稳定的风险通过早期风险预警传达给欧洲金融监管体系，以便其做好防御和应对的预案。

第四节　审慎监管未来的发展方向

一、宏观审慎监管的难点和挑战

宏观审慎监管作为一种刚刚引起广泛关注的监管思路，从内容的完善到方法的实施，都还面临着诸多难点和挑战。要通过宏观审慎监管做到有效地维护金融体系稳定，无疑还有很长的路要走。

（一）宏观审慎难以准确判断经济形势

宏观审慎监管面临的一个重要挑战，是资产泡沫难以发现。一方面，难以把握商业周期的规律，造成很难确定资产价格是否长期偏离其基础价值；另一方面，监管当局很难预测到经济的拐点，因而也很难确定泡沫何时开始。目前，监管主体对于当前经济金融形势的判断已经成为不可回避的首要难题，在经济状况好的情况下调高资本要求，在经济状况差的条件下动用资本缓冲来减少损失，那么如何精确地把握经济周期将成为该指标成功与否的关键。

面对上述不确定性，监管当局需要选择一个判断原则以指导宏观审慎决策。泡沫的发展是由于存在激励动机使得投资者无视泡沫可能破裂的“尾部风险”，由于这种激励机制很难在事前消除，因此为了避免泡沫的产生，就可能需要对信贷发展或杠杆率实行永久的严格限制。但是在经济正常时期，这种做法会阻碍经济的正常发展。因此，一种更好的且损失较小的做法是监督者要密切监测金融体系，并保证监管当局随时进行干预。这就对宏观审慎当局提出了更高的要求。

（二）宏观审慎面临制度上的挑战

宏观审慎监管方法中，由监管当局实施自上而下的干预和管理办法引出了关于制度的问题。

一方面要考虑应该由哪个部门来做出判断，以及该部门是否应独立地行使权利。根据历史经验，由于宏观审慎监管会减轻货币政策的负担，而央行需要货币传导机制来发挥调控作用，因此央行有动力进行宏观审慎监管活动。实际上，通常情况下的确是央行在金融危机后采取主要措施对经济进行调控。央行显然应该在宏观审慎监管的过程中发挥关键作用。此外，实施宏观审慎监管还涉及到政策的制定（如在经济好时提高放贷标准），对于这些政策，政府未必能够完全接受，因此又有学者提出，可以建立一个完全独立的监管机构来实施宏观审慎监管。

另一方面，如何将监管部门对经济形势作出的判断传递给相关监管人员，并最终将其转化为监管决定，也是在制度上应该重点考虑的问题。

（三）宏观审慎在政策实施方面面临挑战

宏观审慎监管政策在具体实施的过程中，也面临着难点和挑战。

在自上而下的宏观审慎监管框架中，金融监管当局以什么样的标准确定系统重要性金融机构，如何量化这些机构对金融体系的风险贡献度，仍然需要更深入的研究。在逆周期监管政策中，如何平衡自动稳定机制和相机抉择之间的选择，也是其面临的挑战之一。自动稳定机制可能导致“监管套利”，但可以避免相机抉择的主观性造成的决策风险；而相机抉择缺乏一致性和稳定性，但却能够根据宏观经济状况与金融体系失衡的特征进行更有针对性的监管和调整。因此在宏观审慎监管中，还应注意如何协调配合使用自动稳定和相机抉择机制进行逆周期监管。

二、宏观审慎监管未来的发展方向

在面临上述难点和挑战的情况下，宏观审慎应如何避免在实施过程中的缺陷？如何应对监管中面临的问题？宏观审慎监管将会向着什么样的方向发展？具体来说有以下几个方面：

（一）与微观审慎相结合的审慎监管

如前所述，宏观审慎监管和微观审慎监管具有互补性，它们是审慎监管的两个必要组成部分。因此，在强调宏观审慎监管的同时也不能忽略单个金融机构的风险。政策制定者在对金融机构进行审慎监管时，应尽量发挥宏观

审慎和微观审慎之间的互补作用，缓解两者之间的对立冲突，在关注单个金融机构安全性的基础上，掌控宏观全局，在宏观审慎和微观审慎之间找到一个平衡点。微观审慎监管是宏观审慎监管的基础，宏观审慎监管的目标则要通过金融机构之间的配合及微观审慎监管手段的辅助来实现。

（二）更广阔视角下的宏观审慎监管

对宏观审慎监管当局来说，其监管的重点不应仅限于银行系统内部，而应把监管覆盖到整个金融体系。过去几十年的经验告诉我们，非金融机构同样影响着金融系统的稳定。如当系统性风险从银行体系蔓延到保险领域，保险部门如何管理这些风险，以及在银行与保险联系紧密的情况下，如何将风险完全分离出银行系统，这些问题都会对金融系统的稳定性产生影响。此外，金融危机使我们认识到，金融创新所带来的风险并没有得到微观审慎监管当局的重视，一些处于监管之外的部门快速增长并成为信用的主要提供者，风险或许被转移出银行部门，但却在整个金融系统中积聚起来。因此，在未来需要特别关注对跨行业创新产品的动态监督，从而在更广阔的视角下进行宏观审慎监管和微观审慎监管的共同管理。

（三）宏观审慎监管的全球合作

宏观审慎监管的分析方法不仅仅关注银行系统这一个领域，也不单单着眼于一个国家或一个单独的区域，宏观审慎政策必须考虑到风险发源于其他国家金融市场的可能性。这就要求各国中央银行和监管当局通力合作来缓解这些风险。宏观审慎监管不仅要维护国内金融体系的稳定，更要兼顾国际金融体系的稳定。因此，金融稳定论坛、国际货币基金组织等国际机构一直鼓励不同意识形态的监管主体之间进行沟通与交流，鼓励国际和国内的审慎监管当局、中央银行、财政金融部门和国际金融机构的高层领导定期会晤，就发生在各自市场上的情况交换和分析信息，共商全球监管协调，并为全球投资者提供咨询、帮助，防患风险于未然。

三、我国实施和推进宏观审慎监管

在金融危机的背景下，我国也应结合自身的国情，在明确监管主体的基础上，建立适合国情的宏观审慎监管指标和工具，积极实施和推进宏观审慎

监管政策。

（一）明确宏观审慎监管主体

当前，中国的金融监管已经形成了“一行三会”的框架，但在构建宏观审慎监管方面，究竟应当由哪个监管机构作为具体的监管主体仍然存在争议。央行从金融稳定角度强调了宏观审慎监管的重要性，而银行监管部门则强调大型银行对中国金融体系的系统重要性。如果不明确一个清晰的负责推进的主体，则宏观审慎监管框架就可能停留在分散状态，成立一个相对独立的宏观审慎监管机构是可以考虑的做法。

从宏观审慎监管主体的具体要求看，负责推进的机构应宏观视野和微观工具兼备。从当前的监管格局来看，央行具有货币发行、利率和汇率等宏观调控的手段，但还需要增强对银行、证券和保险等金融机构内部风险的识别和监控。而从银监会、证监会和保监会的角度来看，这些机构拥有微观监管和一系列强有力的控制风险的手段和监控工具，但在宏观政策的工具和手段方面还有所欠缺。因此，如何在当前的金融监管格局下，安排好宏观审慎监管的主体至关重要。

（二）建立适合国情的宏观审慎监管指标和工具

目前监管指标的改革分别提出几个新的指标，如前文提到的资本留存缓冲、逆周期资本缓冲、与风险不挂钩的杠杆率及动态拨备等。虽然这些新提出的指标将在一定程度上减少未来出现类似次贷危机的概率，但这些指标的实施并不完全适用于防范中国的系统性风险。

对前两个指标来说，必须要准确地判断当前经济形势，才能在经济上行期增加缓冲以备在经济下行期发挥作用。但国内外的监管者目前在经济周期经验的把握上尚有欠缺。而杠杆率的监管对于中国金融业当前来说同样存在针对性不足的问题，对于一直习惯于低杠杆率运作的中国金融业来说，如何在控制风险的前提下适当提高杠杆率，实现业务和盈利模式的多样化是摆在中国金融业面前的重要问题之一。另外，现行贷款损失拨备计提方法采用的是国际会计准则（IFRS）规定的已发生损失模型，具有明显的顺周期效应。危机后提出了前瞻性逆周期的拨备计提方法，其中广泛提及的预期损失模型要求在经济上行期提高拨备计提，在经济下行期减少拨备计提，在一定程度上缓释已发生模型的顺周期性。然而，这种预期损失模型存在以下几个缺点：



首先，模型在操作上难度较大；其次，银行备抵账户有时可能不足以吸收预期贷款损失；再次，通过重估预期损失调整备抵账户存在顺周期性。因此，应考虑完整的周期波动，选择巴塞尔委员会在预期损失模型基础上提出的“跨周期”方法，即根据现行引起预期损失变化的因素对一个完整经济周期的历史损失进行调整，进而估计预期损失。

（三）合理界定和监管“大则不倒”的金融机构

如何判断一家金融机构是否具有系统重要性主要基于规模、可替代性和互联性。如果仅从规模角度，中国当前的银行业系统重要性机构较多，但从互联性角度，特别是国际影响角度，中国现有金融机构的国际互联性和影响性都相对较低，其中一家财务状况的恶化难以对其他金融机构造成显著传染和负面影响。从当前的监管趋势看，被确定为“大则不倒”的机构要求在国际上承担更多的责任和义务，而其中一个重要的宏观审慎工具就是附加资本要求，这将直接影响机构的盈利能力和市场竞争力，因此如何界定系统重要性的金融机构应持十分谨慎的态度。

在中国的金融市场上，政策扶持的机构特别是区域性农村金融机构，对区域性农村金融活动发挥了十分重要的支持作用，因此在中国金融市场上，最为严峻的挑战可能不是来自于国际上所重视的“大则不倒”的机构，而是来自于这样一些目前监管不太充分的小型机构。

（四）明确现阶段我国系统性风险和国际市场的差异

从系统性风险的角度来看，欧美国家的风险来源主要是由于高杠杆率和关联交易以及影子银行体系等带来的风险传染。而就当前主要从事传统金融业务的中国金融业来看，更多的系统性风险体现在微观个体商业模式上的同质化风险和宏观经济大幅波动、宏观政策短期内大幅变动带来的风险。因此，与次贷危机后欧美国家关注的杠杆率指标、前瞻的拨备指标等方向不同，中国的宏观审慎监管更应当关注如何引导银行业乃至整个金融业的深化和异化，关注宏观经济大幅波动可能对金融体系的冲击等。

主要参考文献

[1] Andrew Crockett, *Marrying the Micro-and macro-prudential Dimensions Basel*, Switzerland, September 21, 2000.

[2] CEV Borio, *Towards a Macro-prudential Framework for Financial Supervision and Regulation*? Lecture prepared for the CESifo Summer Institute 2002 Workshop on "Banking regulation and financial stability" Venice, July 17 – 18, 2002.

[3] FSA, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March, 2009.

[4] George A. Akerlof and Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009.

[5] HM Treasury, *Banking Supervision* 2009, February, 2009.

[6] HM Treasury, *A New Approach to Financial Regulation: Judgement, Focus and Stability*, July, 2010.

[7] J. De Larosiere. *The High-level Group on Financial Supervision in the EU*, Brussels, February 25, 2009.

[8] Michel Aglietta and Laurence Scialom, *A Systemic Approach to Financial Regulation: A European Perspective*, Working paper of Economic, 2009.

[9] Owen Evans, Alfredo M. Leone and Mahinder GillPaul Hil, *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*, Occasional Paper (International Monetary Fund), No. 192.

[10] Stephen Morris and Hyun Song Shin, *Financial Regulation in a System Context Comments and Discussion*, Brooking Papers on Economic Activity, pp. 229 – 274, 2008.

[11] US Treasury, *Financial Regulatory Reform A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, 2009.

[12] 巴曙松. 从微观审慎到宏观审慎：危机下的银行监管启示. 国际金融研究，2010 (5).





第八章

系统性风险与“大则不倒”的救助手段



近20年来，随着金融创新的飞速发展，金融机构之间的网络联系变得越来越复杂。金融衍生工具的大量出现，尽管使单个金融机构面临的风险更为分散化，却也使得金融机构之间的风险分布更为相似，加大了整个金融体系的系统性风险。本轮金融危机正是一场由监管缺位下的金融过度衍生化导致的系统性银行危机，面对具有系统重要性的大型金融机构相继出现困难，政府不得不对银行进行救助，而中央银行也履行了“最后贷款人”职能，从而导致救助过程中出现道德风险，一些大型机构往往更容易从事高风险业务，进一步加大了金融体系内的危机传染性和系统性风险。本章主要探讨“大则不倒”的救助政策和系统性风险的监管等相关问题。

第一节　金融联系、系统性风险与银行危机

2007年以来的金融危机是一场系统性银行危机，从最初次级债务市场的冲击，发展到整个金融体系的动荡。系统性风险（Systemic Risk）主要包括三种：第一种是最为常见的资本市场受到巨大冲击，如房地产市场或者股票市场价格大幅下跌；第二种是一家金融机构的失败具有传染性，导致其他多家金融机构的相继失败，这也是中央银行在危机时期对大型机构进行救助的原因；第三种是金融机构投资组合具有相关性，多家金融机构的失败往往同时发生，投资组合分散化对于整个金融体系而言，却构成了增大系统性风险的原因（Allen，Babus，2009）①。后两种“系统性风险”往往是不可分割的，随着金融创新浪潮的涌现，金融机构之间通过创新产品转嫁信用风险，形成了较强的金融联系（Financial Connections），这种联系进一步加强了金融机构之间的外部性（Externality）与传染性（Contagion）。本章探讨的“系统性风险”以上述的后两种类型为主。

一、金融网络与系统外部性

近年来，随着金融机构数目、市场交易量的大幅增长，尤其是金融创新产品的日益增多，金融体系不稳定性愈来愈明显。投资分散化与资产证券化直接放大了金融网络的维度与复杂度，结点（Node）的规模与互联度也比过去大为增加。分散化作为一种投资策略，本来是用于降低个体机构面临的风险，却增大了整个金融体系的不确定性。

---

① Allen, F., A. Babus and E. Carletti, *Financial Connections and Systemic Risk*, the Wharton School Working Paper, November, 2009.

（一）金融联系的形成方式

目前，各国银行体系内部大部分都是高度关联的，从这些关联的形成方式来看，可以分为直接联系和通过资产负债表的间接联系；从关联的效果来看，可以分为完全联系和不完全联系。大部分理论研究的结论表明，在金融体系内，不完全联系比完全联系更容易导致危机冲击的传染。

1. 金融联系与网络的相关概念

用 $N=\{1, 2, \cdots, 2n\}$ 表示银行体系，N 上的网络 g 由 $n(2n-1)$ 个 g_{ij}组成，其中 i 与 j 相互关联。因此，只要 i 与 j 在网络 g 中直接连接，则 $g_{ij}\in g$；只要 N 中存在两个结点 i 与 j，它们之间存在通路，则网络 g 是连贯的。

假定 $g_{ij_1}, g_{j_1j_2}, \cdots, g_{j_{k-1}j\in g}$，$i$ 与 j 之间的路径为 $(i, j_1, \cdots, j_{k-1}, j)$，则路径长为 k。对于网络中任意结点 $i\in \mathbf{N}$；如果 $\eta_i(g)=n-1$，则网络 g 为完全网络，如果 $\eta_i(g)=k$，则网络 g 的规则度为 k，其中 $\eta_i(g)$ 表示结点 i 的可能关系数目。

2. 银行体系网络的形成

已有研究充分表明，传染的风险依赖于失败银行对其关联银行的影响大小。一般来说，影响的损失规模表现出两个特点：第一，损失规模随着银行间转移的存款规模增大，而转移的存款规模依赖于与该银行存在联系的不同类型的银行数量，因此，一家银行对其关联银行影响的损失随关联银行中不同类型的银行数量而减小；第二，损失规模随着这家银行具有的所有关联银行的数目而减小，因此，增大银行体系内的关联度有助于降低机构间的传染性①（Babus，2007），这就解释了面对危机冲击，完全网络比不完全网络具有更好的稳健性②（Allen，Gale，2000）。

根据上述结论，我们将对银行如何选择其关联方式进行简要说明。考虑一个简单的银行体系，其初始状态表现为图 8-1（a），银行间存款的转移流向由箭头方向表示。由于同类型的银行之间建立联系并不会带来分散化的效

---

① Babus, A., *The Formation of Financial Networks*, Tinbergen Institute Discussion Paper 06-093/2, 2007.

② Allen, F. and D. Gale, *Financial Contagion*, Journal of Political Economy, Vol. 108, No. 1, 2000.

应，而只会增加其传染的风险，因此，银行往往更愿意与不同类型的银行建立关联，从而在面临流动性冲击时得到一定保险。此时，图 8－1（a）表示的银行初始状态显然不稳定。假定银行之间可以相互协调，则银行状态转变为图 8－1（b），但根据定义，图 8－1（b）依然只是不完全关联。再考虑图 8－1（b）中的结点 1 和 2，虽然此时它们之间没有直接联系，但是如果 1 失败，3 或 4 也将失败，进而导致 2 失败。银行损失的传递将随着银行之间关联的数目降低，因此，银行 1 和 2 之间建立直接联系将使损失减小，两者福利均得以改善。因此，银行体系的状态将转变为图 8－1（c），只有完全网络才是稳定的。Allen 等（2009）还指出，在稳定的对称网络中，所有银行的关联数目都相等，并且所有银行的预期收益都得到最大化。

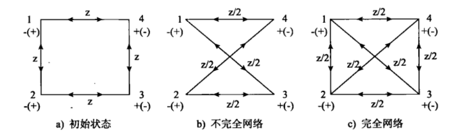


图 8－1　银行体系的不同状态

资料来源：Babus，A.，*The Formation of Financial Networks*，Tinbergen Institute Discussion Paper 06－093/2，2007.

但在现实的金融体系中，由于不完全市场的存在，多数银行体系形成的依然是不完全的非对称网络，因此，并不是所有结点的关系数目都相等。一些大型银行机构往往处于关系数目较多的结点上，这些机构对整个金融体系的冲击通常更大，一旦出现破产，将影响数量最多的其他机构。

（二）系统外部性与传染性

由于银行机构的相互关联性，银行的风险分散与转移行为往往具有负外部性，即一旦金融网络中一家银行受到冲击，其影响会波及其他相关银行，进而对整个金融体系构成较大威胁。当一些银行体系未达到完全网络时，一些大型银行机构往往处于网络中关联度较高的结点，当危机冲击来临时，这些机构的负外部性比处于其他结点的机构更大。此外，金融创新产品对信用风险的分散与转移，更进一步加大了危机冲击在网络中的传染。

1. 系统外部性的渠道

基于银行体系的内部关联，实现系统外部性的渠道主要包括资产清算、直接暴露（Direct Exposure）、信息外溢（Informational Spillover）、协调问题（Coordination Problem）和金融体系外部发生的成本等几个方面。

第一，资产清算是银行失败导致系统外部性的最重要渠道。失败银行不得不在较短时间内提前清算未到期资产，如果对这种资产的需求弹性不完全，将导致资产价格的螺旋下降，并损害其他机构与投资者的利益。资产减价出售（Fire-sale）对其他机构产生负效应的过程，包括如下几种作用机制：

一是通过借款约束的作用。由于银行机构的负债能力取决于其资产作为抵押的能力，因此，随着资产价值的下跌，其借款能力直接受损，直接造成机构一些正利润项目的被迫中断，这也有可能进一步导致系统性危机的爆发①（Gai 等，2008）。

二是直接造成其他机构的失败。由于资产价格的下跌将使其他持有相同资产的机构价值下降，从而导致机构存款者发生挤兑，出现银行偿付困难②③（Wagner，2006，2008）；Allen 和 Gale（2003）指出，这些机构的破产也将造成新的无效性，比如，风险分担的无效性，以及清算成本的出现等，这种作用机制也是关于银行体系脆弱性的许多研究的核心内容④。

三是通过代理人的作用。由于交易过程存在损失阈值，即当某交易员（Trader）的组合价值低于某个阈值时，此交易员将被解雇，因此，一名交易员的大量出售资产将直接压低其他交易员的组合价值，在极端情况下，这种减价出售将导致所有交易员共同出售资产，从而导致系统性危机⑤（Morris，Shin，2004）。

四是通过财富效应的作用。资产价格的下跌将导致所有持有该资产投资

① Gai, P., S. Kapadia, S. Millard and A. Perez, *Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises*, Economic Journal 118, 401 - 426, 2008.

② Wagner, W., *Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises*, Journal of Financial Intermediation Forthcoming, 2006.

③ Wagner, W., *The Homogenization of the Financial System and Liquidity Crisis*, Journal of Financial Intermediation, 17, 330 - 356, 2008.

④ Allen, F. and D. Gale, *Comparing Financial System*, The Oxford Press, 2003.

⑤ Morris, S. and H. S. Shin, *Liquidity Black Holes*, Review of Finance 8, pp: 1 - 18, 2004.

者的财富缩水，从而提高了这些投资者的风险厌恶水平，直接结果可能是投资者将其资金从金融机构中撤出，而此时往往亦是机构基本面较差的时期，于是，危机冲击被传递至这些金融机构①（Goldstein, Pauzner, 2004）。

第二，当银行机构存在直接关联时，一家银行的失败将直接导致其他关联机构的失败，譬如，失败银行可能是另一家银行机构的债务人，或者失败银行可能通过 OTC 的 CDS 市场进行了保险②。Freixas 等（2000）指出，这种关联效应取决于失败机构的暴露规模，当银行机构间的相似度较高时，这种关联效应更大③。

第三，一家银行机构的失败往往传递出其资产信息，使存款者对其他机构的资产质量产生怀疑，这很容易造成其他机构出现挤兑现象，当银行机构间的持有资产高度相关时，信息外溢的作用达到最大④（Aghion, 2000）。但是由于信息不对称的存在，存款者很难辨别其他机构与此失败机构的资产相关度。

第四，存款者之间的协调问题可能导致银行破产的系统外部性，这种协调问题最早由 Diamond 和 Dybvig（1983）在其银行挤兑模型中提出。当一些机构出现困难时，存款者将对其自身存款机构的安全性产生怀疑，这一过程的帕累托均衡结果是所有存款者均进行挤兑⑤。Rochet 和 Vives（2004）进一步指出银行间市场（Interbank Market）同样存在这种协调问题，并证明了共同挤兑是稳定的均衡⑥。

第五，银行机构的失败也有可能带来金融体系外的成本，譬如，将提高

---

① Goldstein, I. and A. Pauzner, *Contagion of Self-Fulfilling Financial Crises Due to Diversification of Investment Portfolios*, Journal of Economic Theory 119, pp: 151 – 183, 2004.

② 在这种情况下，关联通过对手风险的转移而发生。

③ Freixas, X., B. Parigi, and J. C. Rochet, *Systemic Risk, Interbank Relations, and Liquidity Provision by the Central Bank*, Journal of Money, Credit and Banking 32, pp: 611 – 638, 2000.

④ Aghion, P., P. Bolton and M. Dewatripont, *Contagious Bank Failures in a Free Banking System*, European Economic Review 44, pp: 713 – 718, 2000.

⑤ Diamond, D. and P. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, Journal of Political Economy 91, pp: 401 – 419, 1983.

⑥ Rochet, J. C. and X. Vives, *Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All?* Journal of the European Economic Association 2, pp: 1116 – 1147, 2004.

公共融资的成本、存款者的成本以及企业的借款成本，当数家银行机构同时出现破产情况时，这种成本更高[①]（Acharya，2007）。大规模的银行破产也有可能导致支付系统的崩溃[②]（Kah，Santos，2006）。

2. 金融创新与传染性

资产证券化的出现，使得金融机构转移与分散风险的能力不断增强，能够将大量资产负债表内资产进行表外化。BIS（2004）在关于信用风险转移的报告中陈述道："金融市场的创新，以及新型金融工具的发展，如信用衍生品等，将大量风险进行了分散化。"金融衍生品往往蕴涵着高杠杆，全球不断上升的杠杆率成为20世纪末期金融市场的典型特点，从1980年至2007年，全球金融资产占GDP比重从109%增长至421%，增加了近3倍[③]。IMF的估算结果显示，此次金融危机之前，2007年全球金融资产（包括银行资产、股票市值和债券市值）总值达230万亿美元，大致是2007年全球GDP的4倍（见表8-1）；相比之下，全球金融衍生品的名义价值达596万亿美元，大致相当于全球GDP的11倍，是全球金融资产总值的2.6倍。毋庸置疑，金融衍生品蕴涵的高杠杆率增加了全球市场上的流动性（如图8-2）。

表8-1 2007年全球金融资产

地区	GDP	股票市值	债券市值	银行资产	金融资产总值	金融资产总值/GDP（%）	地区金融资产总值/全球金融资产总值（%）
全球	54.5	65.1	79.8	84.8	229.7	421.1	100.0
欧盟	15.7	14.7	28.2	43.2	86.1	548.8	37.5
美国	13.8	19.9	29.9	11.2	61.0	441.8	26.6
日本	4.4	4.7	9.2	7.8	21.7	495.7	9.5
亚洲	9.0	15.1	4.6	10.6	30.3	336.7	13.2
其他地区	11.6	10.7	7.9	12.0	30.6	263.8	13.3

资料来源：IMF（2008）.

① Acharya, V. and T. Yorulmazer, *Too Many to Fail-An Analysis of Time-Inconsistency in Bank Closure Policies*, Journal of Financial Intermediation 16, pp: 1-31, 2007.

② Kahn, C. and J. Santos, *Endogenous Financial Fragility and Prudential Regulation*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, 2006.

③ 沈联涛. 十年轮回：从亚洲到全球的金融危机. 上海远东出版社，2010.

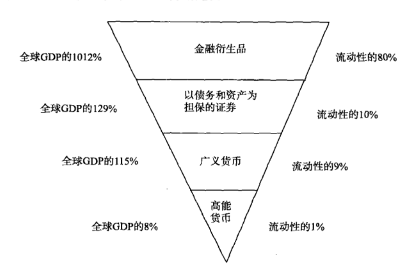


图8-2　全球杠杆和流动性——不稳定的金字塔

资料来源：沈联涛．十年轮回：从亚洲到全球的金融危机．上海远东出版社，2010.

尽管证券化工具将风险在金融体系内进行了重新分配，却并没有增加金融体系的稳定性，一方面，分散化（Diversification）使得大量金融机构的风险暴露更加相似。譬如，有两家商业银行，一家的业务集中在美国，另一家集中在欧洲，但是，随着全球的兼并浪潮，这两家机构可能面临着越来越多的类似风险；抑或银行机构将其面临的信用风险转移至保险行业，使得这两种金融机构面临相同的风险。Allen 和 Carletti（2006）通过对银行业和保险业两个行业的模型研究表明，当银行面临均匀的流动性需求时，信用风险转移是有益的，但是当期面临流动性冲击、并试图通过银行间市场对冲该风险时，信用风险转移将导致两部门的危机传染，增大系统性危机爆发的风险①。

另一方面，风险分散化也为识别风险分布在何处以及各参与方之间的分布情况增加了难度，大大降低了这些参与者对危机冲击的抵御能力，增加了系统性危机爆发的概率。在一个大量衍生品涌现、却又监管缺位的体系中，根本问题是监管者与市场参与者都不清楚金融系统内真实的杠杆率水平以及多少资本是必需的，这些衍生品中蕴含的高杠杆率以及危机冲击来临后的去

① Allen, F. and E. Carletti, *Credit Risk Transfer and Contagion*, Journal of Monetary Economics 53, 2006.

杠杆化加剧了市场波动。Wagner（2006）指出，当系统性危机的成本高于个体机构危机的成本时，是否采取分散化应当权衡其收益与成本①。

（三）金融网络与传染的经验数据

对银行间市场网络结构与传染风险的实证研究，大部分由各国中央银行完成，方法基本类似，主要是对银行机构公布的资产负债数据加以情景模拟。下面简述英国、德国以及美国等国家的银行间市场结构与传染程度的经验数据。

1. 英国的银行间市场结构与传染程度

英格兰银行 2004 年检验了英国银行间市场潜在的直接传染程度，由于银行机构之间的精确网络构成是无法直接观测到的，通过三种模型估计英国银行间市场的机构，数据均采用每一家本土银行与英国整个银行体系的存贷头寸总量。第一种模型（基准模型）考虑了每家银行可观测的银行间资产与负债总量，并假定银行间借贷是充分分散化的，但是没有考虑市场结构；第二种模型考虑了一些样本银行披露的、暴露超过一定数值的数据，这些数据也不能完全反映银行间市场的暴露；第三种模型考虑了基准模型的特定情况，即当小银行和外国银行只能与大型的英国国有银行交易，在这种情况下，这些大银行就是整个英国银行体系的货币中心。

计算结果显示（如图 8 - 3），若假定完全的违约损失率（LGD），则当一家银行遭遇特定风险并出现偿付危机时，最差情况下将导致银行体系中大约 1/4 银行的失败，以及超过 1/4 银行的一级资本损失超过 10%；若假定违约损失率为 50%，最差情况下冲击将传染至银行体系中 1% 的资产。尽管如此，即使是很低的违约损失率，很小的冲击也有可能降低许多银行的资本储备，如果初始冲击发生在银行体系已经部门受损的情况下，这种传染性的影响还会更大②。

2. 德国银行间市场的传染程度

德意志联邦银行（Deutsche Bundesbank）对德国银行间市场的暴露程度

① Wagner, W., *Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises*, Tilburg University, No. 2006 - 71, August, 2006.

② Wells, S., *Financial Interlinkages in the United Kingdom's Interbank Market and the Risk of Contagion*, Bank of England, 2004.

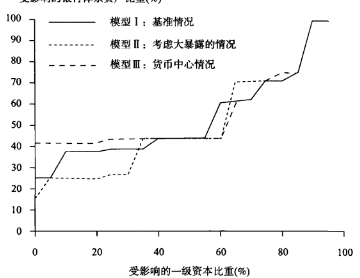


图8－3　英国银行间市场的传染程度

资料来源：Wells，S.，*Financial Interlinkages in the United Kingdom's Interbank Market and the Risk of Contagion*，Bank of England，2004.

进行了估算。德国银行间市场结构表现为两个层次①。第一层次是完全网络结构，主要由大部分的储蓄银行（Saving Banks）和几乎所有的合作银行（Cooperative Banks）构成；第二层次是不完全网络结构，主要由商业银行、转账系统的主管机构以及一些其他银行构成（如图8－4）。

实证结果表明：第一，传染风险主要依赖于贷款银行对破产债务银行的贷款损失规模，大规模的传染一般只会在银行间贷款损失率超过40%时才会发生。第二，即使考虑了安全机制，比如储蓄银行与合作银行的担保机构等，一些银行机构的破产依然会对相当一部分的银行体系造成影响；如果不考虑这些安全机制，单家银行的倒闭将产生很大的传染危险。若破产银行损失比重超过75%，最差情况下大约将有100家银行受到传染，或银行体系中大约15%的资产受到影响；在不考虑安全机制的情况下，大约有80%的资产受到影响。现有安全网（Safety Nets）在很大程度上降低了传染风险。第三，即使

① Freixas，X.，B. Parigi and J. C. Rochet，*Systemic Risk*，*Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank*，Journal of Money，Credit and Banking，32（3），2000.

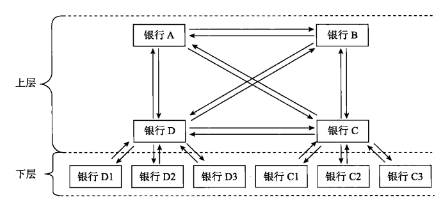


图 8－4　德国银行间市场的双层结构

资料来源：Upper，C. and A. Worms，*Estimating Bilateral Exposures in the German Interbank Market：Is there a Danger of Contagion*？Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank，February，2002.

破产银行的损失比重相当高，合作体系，主要是指合作银行，基本不会出现破产情况（如图 8－5）。

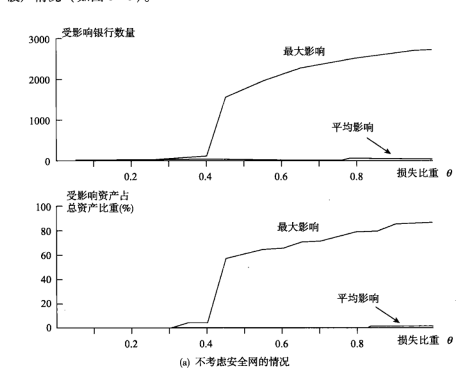
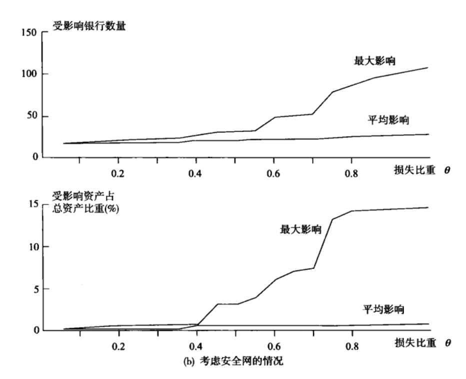


图 8－5A　德国银行间市场的传染程度



(b) 考虑安全网的情况

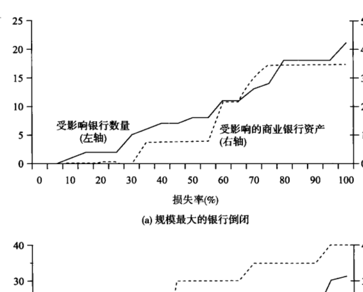
图 8 -5B 德国银行间市场的传染程度

资料来源：Upper, C. and A. Worms, *Estimating Bilateral Exposures in the German Interbank Market: Is there a Danger of Contagion?* Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, February, 2002.

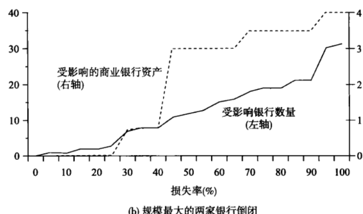
3. 美国银行间市场的传染风险

美国银行间市场传染风险的研究相对匮乏，仅有 BIS 到 1999 年为止的实证研究。模拟分析的结果显示，美国当时的传染风险小于德国与英国（如图 8 -6）。假定损失比重为 40% 时，若以破产银行数量来衡量，最大规模的债务银行的破产将导致其他 2 ~6 家银行的破产，规模较小的银行破产将导致其他小于 4 家银行的破产，但是规模前十的银行破产影响力非常大；若以受影响的银行资产来衡量，最大规模的银行破产将直接导致商业银行资产 330 亿美元的损失，约占整个商业银行体系资产的 0.8%；第二大规模的银行破产将直接导致商业银行资产超过 16 亿美元的损失，远远小于规模最大的银行。假定损失比重为 5% 时，结果差异非常大，银行间市场的传染性基本不存在，规模最大的银行破产基本不会导致其他银行破产，对商业银行体系资产造成的损

失小于2.5亿美元①。



(a) 规模最大的银行倒闭



(b) 规模最大的两家银行倒闭

图8－6 美国银行间市场的传染程度

资料来源：Furfine, C., *Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion*, Bank of International Settlements, June, 1999.

二、系统性风险与银行危机

系统性风险是整个金融体系崩溃的风险或可能性（Kaufman等，2003）②。

① Furfine, C., *Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion*, Bank of International Settlements, June, 1999.

② Kaufman, G. and E. S. Kenneth, *What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It?* The Independent Review, Vol., No. 3, 2003.

对于银行部门而言，银行机构破产事件高度相关、聚集往往容易形成系统性银行危机；对于证券市场而言，不同市场中大量证券价格同时大幅下滑导致系统性危机。系统性风险也可能在不同金融部门之间产生连锁反应，从而导致整个金融体系出现问题。

（一）系统性风险的定义与度量

Nicolo 和 Lucchetta（2010）将系统性风险分为两类，一是系统性金融风险（Systemic Financial Risk），是指一个冲击将导致经济价值与信心的损失，以及整个金融体系不确定性的风险；二是系统性实体风险（Systemic Real Risk），是指一个冲击将导致实体经济部门严重受损的风险①。基于此，我们将系统性风险的定义综合归纳为：最初只是某个机构或市场内的冲击，最终可能导致各个金融部门和实体经济动荡与萧条的风险（如图 8－7）。

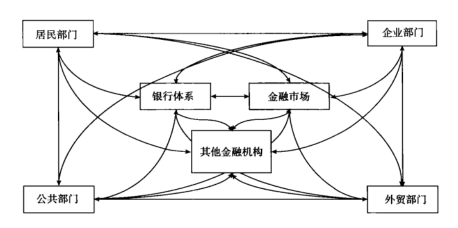


图 8－7　实体经济与金融体系各部门关系图

资料来源：De Nicolo, G. and Lucchetta, M., *Systemic Risks and the Macroeconomy*, IMF WP/10/29, February, 2010.

关于系统性风险度量的研究不是很多，现有方法主要包括三种：

第一，Acharya（2009）提出每个金融机构造成的负外部性与其自身规模和遭受损失成比例，可以用机构在经济体中的美元权重（Dollar Weight）与其边际预期损失（Marginal Expected Shortfall, MES）的乘积进行衡量。其中，边

① De Nicolo, G. and M. Lucchetta, *Systemic Risks and the Macroeconomy*, IMF WP/10/29, February, 2010.

际预期损失是指单位美元的金融机构对系统性风险的量①。

第二，美国财产伤亡保险协会（PCIAOA）指出，“大则不倒”（TBTF）测试与“过于关联而不倒”（TICTF）测试也可用于衡量系统性风险，后者在近些年被大部分联邦金融紧急救助决策所采用，它不仅度量了机构本身的产品与活动，同时考虑了该机构对经济体中其他商业活动影响的放大效应②。

第三，IMF（2010）将机构的投资组合作为输入（Input）数据，利用网络分析法（Network Analysis）估算银行机构之间违约将导致的系统性风险规模③。

按照第一种方法，Acharya（2009）对1963年至2008年间的系统性风险进行计算，主要按照上一年份总损失最大的5%情况下金融机构市场价值的损失进行计算，并集中对美国市场上资本数量超过50亿美元的金融机构（约102家）进行考察。结果表明，MES对系统性风险的度量效果相当好，并且还有3～4个月的预测效果（如图8－8）。根据第三种方法，IMF（2010）对欧洲与美国银行业系统性风险的测算表明，当银行机构的资本充足率下降至4%以下时，这些机构将面临困境，因此，监管者一般将4%的资本充足率作为启动干预措施的临界值。

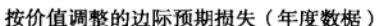
（二）系统性银行危机

系统性风险一旦聚积到一定程度，就容易引起系统性银行危机。Laeven和Valencia（2008）将系统性银行危机定义为一个国家的企业部门和金融部门出现大规模的违约现象，企业与金融机构面临偿付危机，大量贷款迅速增长，银行体系资本枯竭，并伴有资产价格的大幅下跌和实际利率的上升。对1970年至2007年间全球124场系统性银行危机归纳发现，系统性银行危机大部分情况下由金融体系中大型机构的倒闭及其传染造成，也有一部分是由存款者

① Acharya, V., L. Pedersen, T. Philippon, and M. Richardson, *Regulating Systemic Risk*, NYU Stern School of Business, 2009.

② PCIAA, *Systemic Risk Definition*, Property Casualty Insurers Association of America, 2009.

③ IMF, *Global Financial Stability Report-Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/index.htm, April, 2010.



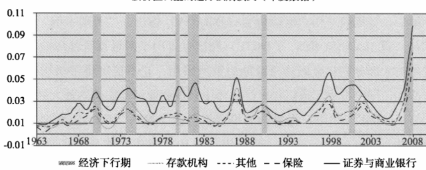


图 8－8 美国市场按价值调整的边际预期损失历史数据（5%）：1963－2008

资料来源：Acharya, V., L. Pedersen, T. Philippon, and M. Richardson, *Regulating Systemic Risk*, NYU Stern School of Business, 2009.

对银行机构的挤兑造成①。

2007 年以来的金融危机是一次典型的系统性银行危机，从贝尔斯登被收购、雷曼兄弟申请破产，到高盛公司与摩根斯坦利纷纷转为银行控股公司，再到危机从信贷市场向实体部门演进，无论是金融体系，还是实体经济，均经历了这场系统性危机，而政府部门“大则不倒”救助政策导致的道德风险，更是加剧了危机的严重性与金融体系的不稳定。Minsky 的“金融不稳定论”能很好的说明这一过程。Minsky（1982）认为，系统性银行危机是经济周期中的一种现象，在经济繁荣时期，金融结构从强健转为脆弱，即风险价值、流动性和价格的长期稳定会导致市场参与者使用越来越高的杠杆率，直到金融系统变得毫无稳定性②。近年来，越来越多的经济物理学家同样认为，金融市场不是稳定的、均衡的系统，而是动态、变化的、不断调整的生产系统，存在周期不稳定性。Farmer（2001）通过对金融市场基础模型的研究，证明了 Minsky“稳定带来不稳定性”论断的正确性③。

---

① Laeven, L. and F. Valencia, *Systemic Banking Crises: A New Database*, IMF WP/08/224, September, 2008.

② Minsky, and P. Hyman, *The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*, in Charles P. Kindleberger and Jean' Pierre Laffargue: Cambridge University Press, 1982.

③ Farmer, and J. Doyne, *Toward Agent-Based Models for Investment-Benchmarks and Attribution Analysis*, The Association for Investment Management and Research, 2001.

第二节 “大则不倒”的救助政策

一般来说，当面临总体流动性短缺时，为了防止危机传染形成系统性危机，中央银行往往充当“最后贷款人”（Lender of Last Resort），对银行部门进行直接注资，主要包括两种形式：一种是单纯的流动性注入（Pure Liquidity Injection），譬如对“有毒资产”的直接购买；另一种是通过注入资本（Capital Injection）获得金融机构股权。从此次金融危机的救助过程来看，美联储更多地使用前者，欧洲国家的中央银行偏好后者。然而，正是由于中央银行在危机阶段的“最后贷款人”机制，一些大型银行机构出现了严重的道德风险问题：由于预期最后贷款人的存在，它们往往在经营过程中从事了更多高风险、高收益的交易。基于此，美国在探讨其金融监管改革方案时也考虑了该问题，无论是“沃尔克规则”（Volker's Rule），抑或是美国金融监管改革新提案，关键是针对大型银行机构“大则不倒”（Too-big-to-fail）的道德风险问题。作为中央银行干预市场的方式之一，本节着重对中央银行“最后贷款人”机制进行分析，并试图在激励理论框架下给出“大则不倒”道德风险的解决办法。

一、央行“最后贷款人”干预机制

（一）中央银行“最后贷款人”机制

当市场出现流动性短缺时，银行间同业市场（Interbank Market）首先发挥流动性融通作用，在这个过程中，中央银行可通过公开市场操作（Open Market Operations）进行干预。如果流动性进一步紧缺，并出现了大规模的银行挤兑，中央银行将发挥“最后贷款人”作用。流动性危机与央行干预最早由 Bhattacharya 和 Gale（1987）提出，分析表明，在银行间同业拆借市场出现



流动性短缺时，中央银行的最优应对政策是通过贴现窗口进行干预，但由于中央银行和出现流动性困难的商业银行之间存在信息不对称，中央银行无法完全了解商业银行的资产状况，央行的干预往往仅表现为次优①。

“最后贷款人”机制是指中央银行通过贴现窗口对流动性短缺进行干预，最早由 Thornton（1802）和 Bagehot（1873）提出，他们主张中央银行应对存在流动性困难且偿付能力依然良好的银行提供惩罚性贷款，即贷款利率高于市场一般利率，且必须提供良好的抵押物品②。1980 年代美国储贷危机之后，央行“最后贷款人”理论引起了学术界的大量讨论，学者们普遍认为当时的情况与 19 世纪大不相同，中央银行最后贷款的条件需要进行调整。Bordo（1990）概括了最后贷款人机制的四个观点：一是 Thornton 和 Bagehot 的传统观点；二是 Goodfriend 和 King 认为央行公开市场操作足以应对流动性危机，“最后贷款人”机制是不需要的；三是 Goodhart 认为“最后贷款人”应该帮助流动性短缺且出现支付困难的银行机构；四是自由银行（Free Banking）观点，认为不需要任何政府机构作为“最后贷款人”③。

（二）“最后贷款人”的道德风险

“最后贷款人”机制中最重要的就是道德风险问题，即大银行机构的“大则不倒”问题。对此的文献可以分为两类，第一类强调了央行救助过程中的道德风险问题，研究方法大致包含全球博弈方法（Global Games Approach）、静态博弈方法和动态博弈方法。Freixas，Parigi 和 Rochet（2004）区分了两类道德风险问题：一是发生在银行审查贷款申请人过程中的审查道德风险；二是发生在放出贷款后银行监督贷款者的监督道德风险，并且证明了“最后贷款人”的最优机制依赖于道德风险的所属类别。当道德风险来源于银行缺乏监督贷款的激励时，“最后贷款人”机制对于提高未受担保的银行间同业市场的效率是必需的；否则，银行间同业市场本身已经得到了担保，“最后贷款

---

① Bhattacharya, S. and D. Gale, *Preference Shocks, Liquidity, and Central Bank Policy*, New Approaches to Monetary Economics, 1987.

② Bagehot, W., *Lombard Street*, Kegan Paul, London, 1873.

③ Bordo, M. D., *The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience*, Economic Review, January/February, 1990.

人”机制并非必需①。

第二类观点主要认为“最后贷款人”机制并没有加强金融体系的稳定性。Cordella 和 Yeyati（2002）对银行风险和央行救助的模型分析，表明中央银行对偿付困难银行的事前救助机制有助于降低银行涉及的风险，且这种作用高于道德风险的负面作用②。提出类似观点的还有 Repullo（2005）和 Keister（2009）。Repullo（2005）通过建立银行机构与最后贷款人的纳什均衡，指出银行对均衡风险的选择随资本要求而降低、随央行基准利率水平而提高，如果中央银行不收取惩罚性利率，最后贷款人的存在并不会使得银行机构实施高风险水平。实际上，正是较高的惩罚性利率降低了银行机构在市场流动性条件不佳时的期望收益，这些机构必须通过实施高风险来补偿这种损失③。Keister（2009）也提到了对央行救助的期望会降低存款者对银行部门进行挤兑的可能性，因此对银行体系和实体经济具有稳定作用④。

二、“大则不倒”的救助政策

考虑到现有研究对中央银行“最后贷款人”理论的分析大部分建立在单纯的博弈论基础上，本章尝试建立激励理论（Incentive Theory）框架下的模型，对“最后贷款人”机制及其引致的大银行机构的道德风险问题进行分析。

（一）中央银行“最后贷款人”干预机制

1. 模型假定

模型假定经济存在三个时间点：$t=0$，1，2。银行部门由许多竞争性机构组成，无成本的市场准入机制保证了银行提供的存款契约能够最大化存款者福利，并在均衡状态下获得零利润。市场上存在两种资产可供银行投资——

---

① Freixas, X. and B. Parigi, *The Lender of Last Resort: A 21st Century Approach*, Journal of the European Economic Association, December, Vol. 2, No. 6, pp: 1085 - 1115, 2004.

② Cordella, T. and E. L. Yeyati, *Bank Bailouts: Moral Hazard vs. Value Effect*, Journal of Financial Intermediation, December, 2003.

③ Repullo, R., Liquidity, *Risk Taking, and the Lender of Last Resort*, International Journal of Central Banking, September 2005.

④ Keister, T., *Bailouts and Bank Runs*, Federal Reserve Bank of New York, September 24, 2009.

短期资产（流动性较好的资产）和长期资产（流动性较差的资产），前者可供银行在时刻0买入，持有期为1期，后者可供银行在时刻0买入，至少持有到时刻2，长期资产的收益率较高。在时刻1，市场允许银行机构对未到期的长期资产进行清算，每一单位价格为P①。

对于存款者而言，在$t=0$时刻获得1单位的商品禀赋，并将其全部存入银行，在$t=1$，2时刻不再获得商品禀赋。存款者可以成为仅在$t=1$时刻消费的早期消费者，或仅在$t=2$时刻消费的晚期消费者。银行在$t=0$时刻获得1单位存款后，将其中y单位投入到短期资产，$(1-y)$单位投入到长期资产，并且向每位存款者提供一份契约：允许存款者在时刻1提取d单位存款或在时刻2由所有存款者均分银行的剩余资产。

2. “大则不倒”的“最后贷款人”机制

在时刻1，一旦出现银行挤兑和银行偿付困难，如果存款者选择等待至时刻2清算银行剩余资产，那么这部分存款者很有可能一无所获，因此，所有存款者都会选择在时刻1对银行部门进行挤兑，银行的所有短期与长期资产将在时刻1被全部清算。银行挤兑发生时存款者面临的损失为：$1-[y+P(1-y)]$。

中央银行“最后贷款人”职能的两个目标：一是最小化一旦银行出现偿付困难时存款人的损失，即最小化社会福利损失；二是最小化其救助成本。设δ为一家银行机构持有的整个银行体系的存款比例，代表该银行机构的规模，$0<\delta\leqslant 1$。如果被救助银行最终仍偿付困难或出现破产，设其发生概率为ξ，那么中央银行将面临救助损失Z。显然，救助成本与受救助银行的规模成正比，为简单起见，我们假定两者线性相关：

$$Z=\xi L=(n+A\delta)\xi(n>0,A>0) \tag{1}$$

考虑中央银行作为“最后贷款人”的干预措施。根据其在救助过程中的两个目标，只有当救助成本小于存款者损失时，央行作为“最后贷款人”才是更优的，因此：

$$EZ=(n+A\delta)\xi\leqslant\delta\{1-[y+P(1-y)]\} \tag{2}$$

由此可以进一步得到：

$$\delta\geqslant\frac{\xi n}{\{1-[y+P(1-y)]\}-\xi A} \tag{3}$$

① Allen, F. and D. Gale, *Understanding Financial Crisis*, Oxford University Press, 2007.

我们可以看到，当且仅当困难银行机构持有存款占整个银行体系比重大于阈值 $\delta_0 = \frac{\xi n}{\{1 - [\gamma + P(1 - \gamma)]\} - \xi A}$ 时，中央银行才会予以救助。对于规模小于该值的银行机构，中央银行将偏好于其他救助方式（如公开市场操作），而非作为“最后贷款人”直接注资。

正是这种中央银行“大则不倒”性质的救助政策提高了大银行机构从事高风险业务的道德风险，进一步增大了银行危机发生的可能性。一旦大部分存款者事先知道大银行机构过大而不会倒闭，存款者肯定会得到中央银行的保护且不会遭受资金损失，他们自身就会降低监督银行风险业务的激励，这类似于存款保险可能招致的道德风险。美国在 1991 年出台了联邦存款保险公司增强法案（FDICIA），试图克服或缓解此类问题，而 Stern 和 Feldman (2004)① 指出，由于银行机构不断扩大的规模和复杂度，“大则不倒”的问题在近些年表现得更为严重。在 2008 年至 2009 年的经济衰退中，为了博得高利润，大银行机构依然拥有着巨大的逆向激励并从事着各种高风险业务。

（二）央行救助的道德风险

由于“大则不倒”问题在中央银行救助过程中客观存在，我们试图使用激励理论中委托—代理问题的分析框架对中央银行的“最后贷款人”机制及其道德风险进行详细分析。

1. 模型假定

由于大银行机构事先知道如果其出现偿付困难，中央银行会对其实施“最后贷款人”机制，此问题的发展过程将如图 8－9 所示。

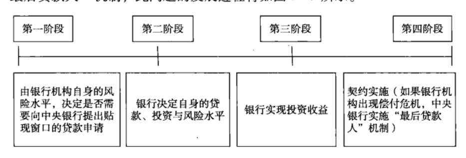


图 8－9　流动性短缺与央行救助的发展顺序

① Gary H. Stern and Ron J. Feldman, *Too Big to Fail: The Harzards of Bank Bailouts*, The Brookings Institution, 2004.

假定银行可以自己选择总体风险程度 e，为简单起见，假设 e 取 0 和 1 两个值，分别表示低风险和高风险，投资结果包括盈利和损失。当银行选择低风险时，获得盈利的概率为 η_1，选择高风险时，获得盈利的概率为 η_2，显然 $\eta_1 > \eta_2$。这两种风险状况的支付情况如图 8－10 所示，损失 $l = \{\underline{l}, \bar{l}\}$（$\bar{l} > \underline{l}$），盈利 $q = \{\underline{q}, \bar{q}\}$（$\bar{q} > \underline{q}$）。中央银行希望银行机构尽量减少风险，而大银行机构由于事先知道政府部门救助的必然性，为追求利润往往选择高风险。

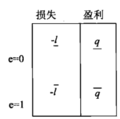


图 8－10　两种风险水平的支付情况

对于每种风险水平，契约的设定必须保证大银行机构的参与约束和激励有效约束。该模型存在两种风险水平，契约激励可行意味着必须同时保证银行机构的参与性，并且从事低风险业务，相应的道德风险激励约束可以表示为：

$$\eta_1 u(\underline{q}) + (1 - \eta_1) u(\underline{L}(\delta) - \underline{l}) \geq \eta_2 u(\bar{q}) + (1 - \eta_2) u(\bar{L}(\delta) - \bar{l}) \quad (5)$$

$$\eta_1 u(\underline{q}) + (1 - \eta_1) u(\underline{L}(\delta) - \underline{l}) \geq 0 \quad (6)$$

在上述两个表达式中，式（5）为大银行机构选择低风险的激励有效约束，其中，u（ ）为满足递增、严格凸和二阶可导的效用函数，如果银行机构出现流动性短缺和偿付困难，中央银行将对其注入 $L(\delta)$ 的流动性；式（6）为大银行机构的参与约束，保留效用假定为 0，这个约束保证了大银行机构实施低风险策略的收益高于其他外部的机会效用水平。

2. 完全信息下的最优契约

作为基准，首先分析完全信息下的情况，即大银行机构的风险水平能够被观察并加以确认。在这种情况下，大银行机构将被强迫实施低风险策略，一旦其采用了高风险策略，将被中央银行完全发现。从中央银行的角度来说，目标是救助失败的可能性最小化和救助成本最低，因此，中央银行的最优化问题可以表达为：

$$\min_{\underline{L}(\delta)} (1 - \eta_1) \underline{L}(\delta) \xi(\delta, e, \underline{L})$$

$$s.t. \quad \eta_1 u(q) + (1-\eta_1) u(\underline{L}(\delta) - \underline{l}) \geqslant 0 \tag{7}$$

$$\xi'_{\delta} > 0, \xi'_{e} > 0, \xi'_{\underline{L}} < 0$$

假设 ω 为参与约束的拉格朗日乘子，得到最优救助流动性数额满足的一阶条件为：$\omega = \dfrac{\xi + \underline{L}^* \xi'_{L^*}}{u'(\underline{L}^* - l)}$，等式右边由出现银行破产的概率函数 $\xi(\delta, e, \underline{L})$ 决定；二阶条件由效用函数的性质自动得到满足。由此可见，在大银行机构的风险水平可以被完全确认的情况下，能够得到中央银行的完全保险，如果出现偿付危机，其最优支付数额唯一确定。

3. 不完全信息下的次优选择

不完全信息下，中央银行无法得知银行机构的风险状况。根据委托—代理理论，当代理者为风险中性时情形同完全信息的最优契约模型。为将所分析的问题一般化，假定银行机构均为严格的风险厌恶者。因此，中央银行的最优化问题可以表示为：

$$\min_{\underline{L}(\delta), \bar{L}(\delta)} \quad (1-\eta_1)\, \underline{L}(\delta)\, \underline{\xi}(\delta, e, \underline{L}) + (1-\eta_2)\, \bar{L}(\delta)\, \bar{\xi}(\delta, e, \underline{L})$$

$$s.t. \quad \eta_1 u(q) + (1-\eta_1) u(\underline{L}(\delta) - \underline{l}) \geqslant \eta_2 u(\bar{q}) + (1-\eta_2) u(\bar{L}(\delta) - \bar{l}) \tag{8}$$

$$\eta_1 u(q) + (1-\eta_1) u(\underline{L}(\delta) - \underline{l}) \geqslant 0$$

假设 ω_1 和 ω_2 为式（8）中两个约束的拉格朗日乘子，可以得到：

$$\omega_1 + \omega_2 = \frac{\underline{\xi} + \underline{L}^* \, \underline{\xi}'_{\underline{L}}}{u'(\underline{L}^* - \underline{l})} \tag{9}$$

$$\omega_1 + \omega_2 = \frac{\bar{\xi} + \bar{L}^* \, \bar{\xi}'_{\bar{L}}}{u'(\bar{L}^* - \bar{l})} \tag{10}$$

上述两个表达式中的四个变量（$\underline{L}^*, \bar{L}^*, \omega_1, \omega_2$）同时由式（8）、（9）、（10）决定，从式（9）和（10）可见，$\bar{L}^*(\delta) > \underline{L}^*(\delta)$。因此，中央银行的最优贷款额度不唯一，此时银行机构将不能得到完全保险，这个结论与完全信息下的结论恰好相反。实际上，如果得到完全保险，激励相容约束式（5）将无法满足。我们得出如下结论：在金融机构是严格风险厌恶的前提假定下，由于最优契约必须同时满足机构的参与约束与激励有效约束，银行机构与中央银行之间的最优契约将无法为银行机构提供完全保险，信息的不完全性质将直接降低中央银行对银行体系的救助效率。

第三节 “大则不倒”问题的解决方案

根据前两节的分析可知，中央银行“最后贷款人”机制的实施效果，与银行的存款规模和信息是否完全的性质有着直接联系，由此可以得到缓解大银行机构“大则不倒”问题的解决方法，主要包括分拆机构与增强信息披露。

一、分拆机构

命题一：通过将大银行机构的业务拆分成几个组成部分，且每个组成部分的规模小于中央银行救助的最低规模阈值，这些机构“大则不倒”的问题可以得到直接缓解。这也意味着，这些大银行机构实际上只是“过大而难以继续存在”（Too-big-to-live）。

中央银行对困难银行的注资救助当且仅当该银行机构的存款规模大于一定程度时才会发生，因此，大型银行机构极易从事高风险业务，即使投资失败，损失的也只是政府部门为危机救助筹集的资金，这将导致银行危机的进一步恶化。为了缓解这种后果严重的道德风险，由等式（3），我们考虑将银行机构的规模因子 δ 拆分成若干组成部分 δ_1，δ_2，δ_3，…，其中 $\delta_n<\delta_0$，$n=1, 2, 3, \cdots$ 且 $\delta=\delta_1+\delta_2+\delta_3+\cdots$。从实际操作来看，一是可以按照不同业务部门对大银行机构进行拆分，或者将风险过高的业务部门从大银行机构中剥离出去；二是直接缩减大银行机构的规模，如此一来，这些大银行对整个银行体系的影响程度将大为下降，由于 $\xi_\delta{}'(\delta, e, \underline{L})>0$，即使其出现偿付危机，对其他银行机构的传染能力也将减小。

二、增强信息对称性

命题二：当银行部门出现偿付危机，市场透明度的增强（即信息不对称

程度的降低）将直接提高中央银行以“最后贷款人”的形式对银行部门的救助效率，从而缓解“大则不倒”问题。中央银行应保持救助政策的一致性，银行机构应定期披露风险水平的相关信息。

在信息不对称下，银行机构无法得到最优契约和中央银行的完全保险，仅得到次优契约，银行机构与中央银行双方信息的完全性可以提高央行作为“最后贷款人”的救助效率。从这个意义上说，信息的完全性包含了两方面含义：第一，中央银行应该保持救助政策的一致性，这无论对于银行机构还是存款者，都是大为有益的，由于存款者对银行部门的挤兑本身是由不确定性驱使的，因此，保持救助政策的一致性可以缓解银行部门的流动性短缺；第二，银行机构应定期向中央银行披露其风险水平信息，有助于中央银行对其风险状况的监管。



第四节　系统性风险的监管措施

一、系统性风险的宏观审慎监管

所谓审慎性监管（Prudential Regulation），一般包括两个层面——微观审慎监管与宏观审慎监管。微观审慎监管集中于个体机构的稳定性，检验个体银行对外生性风险（Exogenous Risk）的反应，而不考虑内生风险（Endogenous Risk），因此，它忽略了个体机构的系统重要性，比如，机构的规模、杠杆程度以及与金融体系内其他机构的关联程度。宏观审慎监管作为对微观审慎监管的补充，集中考虑金融体系的稳定性①，主要针对系统性风险，往往具有逆周期性质。从此轮金融危机中可以看到，当前的银行监管框架在宏观审慎监管方面是远远不足的，这也是危机从个体部门传染至整个金融体系的原因。过去对微观审慎监管的过于强调可能在一定程度上加剧了宏观风险。

（一）基于系统性风险的资本附加费

针对系统性风险的审慎监管，方法之一就是征收基于系统性风险的资本附加费（Capital Surcharge），类似的监管措施还包括向机构征收与其造成的系统性风险成比例的税收（Acharya，2009）。这类方法的思路是，由于个体机构不可能内化其负外部性，必须通过征税或者其他严格的量化措施，对个体机构的风险行为加以限制。

征收资本附加费的具体措施包括：第一，需要一个专门的监管机构来管理系统性风险；第二，监管机构根据个体机构的杠杆程度、资产质量、复杂

① Persuad，A.，*Macro-Prudential Regulation*，ECMI Commentary No. 25/4，August，2009.

程度、关联程度等特点，采用 VaR 方法、压力测试、宏观经济情景分析工具等方法，评估每个机构的系统性风险；第三，对整体系统性风险进行评估，并以此制定对每个机构的监管要求，每个机构都必须以资本要求、缴税、购买必需保险等形式为其造成的系统性风险付费①。Perotti（2010）认为，征收系统风险税收直接限制了这些大型机构过高的风险投资行为，明显好于直接对某些机构的经营活动范围进行限制②，并得到了监管机构与学术界的认同。

尽管如此，这类方法在实施过程中也可能面临一些问题，比如，由于系统性风险往往在经济下行期更大，资本附加费的计算可能同样具有顺周期性。本章总结了各类研究中出现的系统性风险资本附加费的计算方法及其可能存在的缺陷（见表 8－2）。

表 8－2 系统性风险资本附加费计算方法的比较

方法/建议	出处	数据要求	优势	缺陷
基于银行间收益相关性	Acharya（2009）	银行收益数据	数据可得性较好	在极端事件情况下，数据往往不可靠，不能反映基本面的变化情况；计算得到的资本附加费可能顺周期，没有考虑二次传染效应
基于机构与市场的繁荣程度	英格兰银行（2009）	经济活动指标、信用违约互换（CDS）、股票价格和房地产价格	计算得到的资本附加费具有逆周期特点	计算当前机构与市场的繁荣程度往往存在一定困难，没有考虑二次传染效应
基于银行风险的协动性（共同 VaR）	Brunnermeler（2009）	CDS 和股票数据	市场数据可得性较好	极端事件情况的数据不可靠，不能反映基本面的变化情况；资本附加费可能顺周期，没有考虑二次传染效应

① Acharya, Viral, Lasse Pedersen, Thomas Philippon, and Matthew Richardson, *Regulating Systemic Risk*, in Viral Acharya and Matthew Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Wiley, March, 2009.

② Perotti, E., *Serious Reform Starts with a Systemic Risk Tax*, Vox: http://www.voxeu.org/index.php? q = node/5021, May, 2010.

续表

方法/建议	出处	数据要求	优势	缺陷
基于衍生品市场场外应付款项的税收	Singh（2010）	OTC 衍生品市场的应付款项	基于资产负债表外的数据，更准确地度量了潜在的系统相关性	计算得到的税收仅仅基于银行的场外衍生品应付款项，没有考虑二次传染效应
基于银行体系内机构间相关性	IMF（2010）	银行的资产负债表数据	数据可得性较好；缓解了计算结果的顺周期性；考虑了多次传染效应	计算结果具有模型依赖性特点

资料来源：根据 IMF，*Global Financial Stability Report*，http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/index.htm，April 2010 中相关资料整理。

在各类研究中，IMF 提出的计算资本附加费的方法，在一定程度上缓解了可能存在的顺周期性。第一，跟踪金融机构在整个信贷周期中的投资头寸；第二，根据网络分析方法估算每个机构在压力事件出现时的溢出效应；第三，分别根据标准法（Standardized Approach）和风险预算方法（Risk-budgeting Approach）对已经估算得到的系统性风险，进一步计算资本附加费，其中，风险预算方法具有缓解顺周期性的特点。

（二）金融监管框架的改革

系统性风险监管中，监管者的激励问题常常被忽略，包括监管者对机构从事过高风险业务时对其进行监管的激励，这一问题若得不到足够关注，包括大型机构“大则不倒”在内的系统性风险问题同样得不到彻底的解决。IMF（2010）认为可以由现行监管机构承担监督系统性风险的责任改革，监管机构的统一有助于消除机构不统一造成的某些相互冲突的行事动机。然而，即便这种机构被授权监督系统性风险，相比其他金融机构，它们仍会对系统重要性机构采取更为宽松的态度。这些大机构的倒闭将对金融体系造成超出自身比例的更大破坏，监管机构显然不愿意连锁倒闭的情况发生。因此，仅仅依靠监管机构的结构调整仍不足以彻底解决系统性风险。次贷危机后，美国、欧盟以及巴塞尔委员会也出台了金融监管的改革法案和措

施，并建立了监管系统性风险的专门机构，我们将在下一部分进行详细探讨。

（三）其他宏观审慎监管的建议

其他宏观审慎监管的建议，主要针对跨国溢出效应和流动性监管的问题。第一，对于系统性风险的跨国溢出效应，英国金融服务局（2009）提出，针对跨国型的金融集团，有必要根据其业务风险特点和机构特点，比如交易与批发业务的规模等因素，设计专门的资本附加费征收方法。该提议的思路在于，对金融集团风险行为的惩罚，有助于鼓励本国传统的商业银行业务，而这些业务相对受监管程度更好①。第二，相对于资本监管，危机后针对系统性流动性风险的探讨仍然较少，巴塞尔委员会提出了计算银行必须持有流动性资产最低额度的计算方法；英国金融服务局在危机后首个对金融机构引入严格的流动性标准，要求银行必须对三种流动性情形进行压力测试：个体流动性风险、市场流动性风险以及两者结合的情形。

二、后危机时代的系统性风险监管：美国与欧洲

（一）美国对系统性风险的认识及其改革措施

2009年以来，美国参、众两院纷纷出台了金融监管改革的相关法案，在系统性风险监管方面，主要包括两个层面：一是对金融机构的监管建立了审慎性标准，二是建立了监管系统性风险的专门机构——金融服务监管委员会（Financial Services Oversight Council, FSOC），并强化了联储体系在金融监管方面的作用。

1. 对金融机构的审慎监管

2010年5月，美国通过了新的《金融监管改革法案》，新法案对金融机构的监管建立全面的审慎性标准，主要包括：第一，对大而复杂的金融机构实施强化的监管标准。任何规模、杠杆率及其关联度将对金融稳定性造成威胁的金融机构②必须服从，所有一类金融控股公司也将由联储体系列出名单。

① Financial Service Authority, *A Regulatory Response to the Global Banking Crisis: Systemically Important Banks and Assessing the Cumulative Impact*, FSA Discussion Paper 09/4 (London: Financial Services Authority), October, 2009.

② 这些金融控股公司被称为一类金融控股公司（Tier 1 BHC）。

对这些机构的审慎标准将从宏观审慎监管上进行考虑，包括资本、流动性以及风险管理标准，将比一般机构更为严格。第二，强化所有银行和金融控股公司的资本与其他审慎标准，进一步回顾公允价值会计标准。第三，补足银行监管中的漏洞，建立一个新的联邦政府机构——国家银行监管局（National Bank Supervisor，NBS），所有控制受保险存款机构的金融公司，必须服从联储体系的健全监管。第四，取消证监会的统一监管项目及其监管投资银行控股公司的项目，投资银行将受到联储体系的监管。第五，所有管理资产超过一定额度的对冲基金必须到 SEC 注册，所有基金顾问需要定期报告基金的相关信息。第六，SEC 加强对货币市场基金的管理，降低其对挤兑的敏感性。第七，加强对保险部门的监管，在财政部内建立国家保险办公室，负责对保险部门的信息收集与政策协调。

2. 监管系统性风险的专门机构：金融服务监管委员会

针对系统性风险的监管，尤其是一些大而复杂机构的监管，当前问题在于：一是资本与流动性标准过于宽松；二是监管机构没有准确估计大而复杂机构以及高杠杆率机构对整个金融体系带来的冲击；三是目前对大型金融机构的监管责任分散在不同的联邦机构，监管权利的分散化成为金融监管中的巨大漏洞；四是投资银行没有得到充足的政府监管。基于此，有必要建立一个监管系统性风险的专门机构——金融服务监管委员会，其成员包括财政部长、联储主席、国家银行监管局主管、消费金融保护机构主管、SEC 主席、商品期货交易委员会（CFTC）主席、联邦存款保险公司（FDIC）主席以及联邦住房金融机构主席。

就其职责而言，委员会主要负责定义新出现的风险，向联储体系提议具有系统重要性的大型金融机构，并报告其规模、杠杆程度和与其他机构的关联度，并为各监管机构之间出现的问题争议提供一个信息交流与协调的论坛。在自营业务方面，委员会将禁止银行、银行控股公司及其附属机构进行自营业务，也禁止银行资助对冲基金、私人股权基金。

3. 联储体系作用的强化

联储体系将对资产超过 500 亿美元的大型复杂金融控股公司以及其他具有系统重要性的金融机构进行监督，在扮演这一新角色的过程中，联储体系必须增强透明度，并避免利益冲突的出现。联储体系作用的强化主要体现在

如下几个方面：第一，联邦储备委员会具有定义、度量、监督以及缓释风险的责任；第二，联邦储备委员会主席将任命一位副主席，专门负责监管风险，并对联储委员会提出监管方面的政策建议，每半年向议会作报告；第三，消除储备银行管理中的利益冲突，任何受联储体系监管的机构不得向联邦储备银行执行官的选举进行投票，曾经在这些机构中任命的主管或雇员也不得担任联储体系的主管；第四，加强纽约联储银行的责任，纽约联储执行公开市场操作，并对重要银行控股公司进行监管。

（二）欧洲对系统性风险的认识及其改革措施

2009 年 9 月，针对危机中的系统性风险问题，欧盟委员会出台了宏观审慎监管文件，并建立了两个系统性风险管理机构——欧洲系统性风险委员会（ESRB）与欧洲金融监管体系（ESFS）。ESRB 专门负责对系统性风险的宏观审慎监管，维持金融体系的稳定性，提供和建立必要的系统性风险预警机制，并向欧盟及各成员国提供必要的政策建议；ESFS 由欧洲银行监管局（ESA）、欧洲证券与市场管理局（ESMA）和欧洲保险与养老基金管理局（EIOPA）组成，主要负责对单个金融机构的微观审慎监管，形成国家间金融监管的协同网络。此外，英格兰银行亦提出建立金融稳定委员会，其成员包括财政部长、金融服务局主席以及英格兰银行主席（见表 8－3）。

表 8－3　各国对系统性风险监管的提议

	美国		英国	欧盟
	众议院	参议院		
监管机构	金融服务监管委员会（FSOC）	金融服务监管委员会（FSOC）	金融稳定委员会	欧洲系统性风险委员会（ESRB）
机构安排	由财政部长、各联邦机构主席组成，资源主要由财政部提供	由财政部长、各联邦机构主席以及一个独立成员组成	由财政部长、金融服务局以及英格兰银行主席组成	由各国中央银行和监管机构组成，秘书处设在欧洲中央银行
权力				
A. 系统性风险评估	是	是	是	是
B. 提供政策建议	是	是	无	是
C. 定义系统性机构	是	是	无	无
D. 规则制定	否	否	否	否

续表

	美国		英国	欧盟
	众议院	参议院		
中央银行的微观审慎监管	由 Fed 监管所有系统性机构	由 Fed 监管所有系统性机构	无要求	无要求
对“最后贷款人”机制的限制	由 FSOC 决定、并经财政部长同意	流动性救助仅限于市场层面体系	否	否
强化的救助机制	为系统性机构建立系统救助基金	为系统性机构建立有序救助基金	对大型银行规定特殊的救助机制	否

资料来源：IMF, *Global Financial Stability Report*, http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/index.htm, April, 2010.

（三）巴塞尔委员会对系统性风险的高度关注

次贷危机之后，巴塞尔严厉批评大机构的复杂化往往是出于监管套利或税收方面的考虑，而不完全是出于竞争压力的创新。巴塞尔委员会跨境银行处理组（CBRG）建议关注大型机构的复杂性和关联性问题，并建议应当简化大机构的组织结构。巴塞尔《跨境银行处理组报告及建议》中指出，某些大机构在金融体系中起到中枢作用，类似于基础设施或公共事业设施，因此应急处理计划应该成为复杂的大型跨国机构监管进程的一部分①。

巴塞尔协议Ⅲ引入了“系统重要性银行”（Systemically Important Bank）这一概念，对于业务规模较大、业务复杂程度较高，发生重大风险事件或经营失败会对整个银行体系带来系统性风险的银行，提出特别资本要求，使其具有超出一般标准的吸收亏损的能力。按照资产规模来看，资产规模 5000 亿美元以上均可被归为此类②。新协议对系统重要性银行的附加资本充足率要求为 1%，这一附加资本可以由非核心一级资本（即一级资本中普通股以外的部分）来承担。新协议规定从 2013 年开始实施该资本要求，2018 年达标。

总体来看，各国针对系统性风险的监管均包括了宏观与微观审慎监管两方面，并强调了中央银行、财政部等国家监管部门在监管系统性风险方面的

---

① BCBS, *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, September, 2009.

② BCBS, *The Basel iii Accord*, From the Basel iii Compliance Professionals Association (BiiiCPA) [EB/OL], http://www.basel-iii-accord.com, 2010.

作用。值得注意的是，在美国的提议中，美联储对非储蓄机构的紧急贷款职能受到了一定限制，这也是对中央银行“最后贷款人”机制作用的限制。美联储的“最后贷款人”机制必须得到金融稳定监管委员会与财政部长的批准才能进行，并且，贷款额度必须由议会进行审查。

主要参考文献

[1] Acharya, V., L. Pedersen, T. Philippon, and M. Richardson, *Regulating Systemic Risk*, NYU Stern School of Business, 2009.

[2] Allen, F., A. Babus, and E. Carletti, *Financial Connections and Systemic Risk*, The Wharton School Working Paper, November, 2009.

[3] Babus, A., *The Formation of Financial Networks*, Tinbergen Institute Discussion Paper 06 - 093/2, 2007.

[4] De Nicolo, G. and M. Lucchetta, *Systemic Risks and the Macroeconomy*, IMF WP/10/29, February, 2010.

[5] Gai, P., S. Kapadia, S. Millard and A. Perez, *Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises*, Economic Journal 118, pp: 401 - 426, 2008.

[6] Kahn, C. and J. Santos, *Endogenous Financial Fragility and Prudential Regulation*, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, 2006.

[7] Naqvi, H., *Banking Crisis and the Lender of Last Resort: How Crucial is the Role of Information*, EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper, 2006.

[8] Nijskens, R. and S. Eijffinger, *The Lender of Last Resort: Liquidity Provision versus The Possibility of Bailout*, European Banking Center Discussion Paper No. 2, 2010.

[9] PCIAA, *Systemic Risk Definition*, Property Casualty Insurers Association of America, 2009.

[10] Persuad, A., *Macro-Prudential Regulation*, ECMI Commentary No. 25/4, August, 2009.

[11] Ratnovski, L., *Bank Liquidity Regulation and the Lender of Last Resort*, Journal of Financial Intermediation Vol. 18, pp: 541 - 558, 2009.

[12] Wagner, W. *The Homogenization of the Financial System and Liquidity Crisis*, Journal of Financial Intermediation, Vol. 17, pp: 330 - 356, 2008.

[13] 沈联涛. 十年轮回：从亚洲到全球的金融危机. 上海远东出版社, 2010.



第九章

国际主权债务重组机制的新进展



现有的各种主权债重组方案，目的都是要解决主权债重组中的两个困境：基于债权人之间合作失败导致的集体行动困境和因为惩罚威胁缺失导致的债务人道德风险。本章主要阐述主权债重组的理论基础，包括债权人的集体行动困境和债务人的道德风险两大困境，以及解决这两大困境的基本思路；回顾了主权债重组的三种理论解释：声誉模型、谈判模型和惩罚模型；提供了主权债重组的一个博弈模型解释，同时考虑了债权人合作失败和债务人道德风险下的博弈均衡，并且给出了不同均衡条件下一些启发性的政策含义。

第一节　主权债重组的两种困境

20 世纪 90 年代以来，国际资本重新涌入“新兴市场”国家。本次国际资本流动出现三种结构性转变：一是 FDI 取代银行贷款和官方资本流入成为发展中国家最重要的外部资金来源；二是总的净资本流入中，私人资本取代官方资本占据了绝对主导地位；三是债务融资结构中，债券发行取代商业银行贷款成为最主要的融资方式，并且主权债融资表现活跃。特别的，后两种结构性转变使得全球债务问题呈现出一些新特征：一是债权人的多样化，普通债券持有人、投资银行、对冲基金、共同基金和养老金基金等私人部门取代商业银行成为主要债权人；二是债务工具的多样化，普通债券债务、银行间短期拆借、其他结构类型的证券债务以及衍生债务工具取代中长期银行贷款成为主要的借债融资工具。

新兴市场国家金融（债务）危机频繁爆发直接对现存的国际金融体系形成挑战，IMF 在强化国际金融体系构架上已经付出了诸多努力，但在危机处理上仍然存在巨大鸿沟：缺少足够的动力去帮助那些债务负担明显不能维持的国家，以及时、有序的方式重组主权债务。IMF 等国际金融机构的事后保释机制（bail outs）不足以弥补危机国的外部资金缺口，而且还容易带来严重的道德风险。寻求一种适当的主权债重组方案，既能解决债权人合作中的集体行动困境，又能尽可能避免道德风险，增强国际金融体系的稳定性，成为国际资本市场参与者、理论界和政策制定者的共同主题。

一、集体行动困境和合作失败

（一）集体行动困境

无论是债券融资还是辛迪加银团贷款，出现债务拖欠以后，债权人和债

务人都会谨慎考虑是否就双方的债权债务关系进入法律解决渠道。不过，这两种债务工具的重组仍然具有明显差别。银行融资条件下，债权人相对集中，能够把主要的债权人组织起来，债权人和债务人，以及债权人之间相互比较熟悉，各方特质也都相互了解。因而容易在相互间达成一致意见，最后形成各方可接受的债务重组方案。债券融资条件下，债权人具有数量庞大、过于分散、异质性强这些特点，债权人对债务人可能是比较了解的，而债权人之间一般并不知情。出现债务拖欠后，债权人之间基于利益和信息上的分散性，很难达成一致，单个债权人如果觉得不能接受重组条件，就能否决任何协议方案，出现集体行动困境。

（二）合作失败

从历史经验看，20 世纪 80 年代，债务重组对象主要是中长期的辛迪加银团贷款，商业银行之间同质性强，实行债务展期以及遵从其他统一的重组协议相对比较容易。20 世纪 90 年代以后，一方面债务工具出现多样化（欧洲债券、布雷迪债券以及其他各种债券工具和衍生债务工具），这些债务工具无论是法律特征还是经济特征都没有同质性，债务合同也没有包含集体行动条款的相关内容；另一方面债权人出现多样化，债务合同中也没有包括债权人委员会、多数人行动条款以及利益分享方面的相关内容。债权人和债务工具的多样化特征，导致债券融资在出现债务拖欠以后的重组过程容易出现合作失败。

目前发行的国际性主权债，一般都有这样的约定：允许通过适时的和法定的债权人大会投票表决就相关的债务合同条款进行修改。但是就债券到期日、债券本金和利息、以何种货币进行支付这些关键性的重组协议，一般很少实行多数原则，而是需要债权人一致同意才能修改（Gianviti，2002）[①]。这种一致性要求给了一些“秃鹰基金”[②] 实施进攻性法律策略的机会，这种进攻性威胁可能使主权债重组更加困难，或以一种混乱的结局收场。

① Gianviti F.，*The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*，IMF Staff Paper，2002.

② 这方面例证可见埃略特合伙人（Elliott Associates L. P.）案例，较详细的阐述见 Tamura（2000）。

（三）一个博弈解释及对策

债务人出现债务困难后，单个或者小部分债权人的独立行动能够显著地影响其他债权人的利益。例如，如果单个债权人能无约束地要求提前清偿或者提请诉讼以获得债务人的资产，或者使债务人的抵押品失去赎回权甚至迫使债务人最终破产，其他债权人可能发现，此种情形下他们的权利处于被剥夺的危险中。因此，债务人任何可见的债务压力都会产生一种四散溃逃的结果，“在其他债权人之前采取行动”成了每个债权人的占优行动策略。各债权人都力求尽早抢夺债务人资产以最大化自己所得，而最后行动的债权人可能一无所获，债权人似乎都具有一种的“抢夺和赛跑”（grab and run）的本性。事实上，如果债权人之间如果能够达成某种合作———在出现债务困难时不抽逃资金从而造成自我实现的债务危机以及在出现危机后的债务重组过程中采取合作方式，可能对所有人都更为有利。

Miller 和 Zhang（2000）[①] 用一个简单的博弈矩阵揭示了债权人之间的深刻冲突，以及正式的破产程序在解决这种冲突的作用。他们的分析是针对企业债的，但运用于主权债并不存在逻辑上的困难。假设 A 和 B 两债权人，持有同样的企业债券。企业经营状况出现暂时性困难，比如不能按时全额支付利息，也即是出现了技术性拖欠，债权人面临两个选择：一是要求提前清偿债务，如果无法清偿就采取抢夺债务人资产的策略；二是继续持有企业债券以等待企业出现转机。如果债权人之间缺少合作或者没有正式的破产程序，债权人就会面临如下支付矩阵所示的“囚徒困境”（表 9－1，表 9－2 括号中的前一数字表示债权人 A 所得，后一数字表示债权人 B 所得，这些数字仅仅表示一种相对概念，差距大小没有实际意义）。企业发行债券时市场价值为 100，现价为 62（假定低于预期利润折现价值 100，但是高于清算价值 40）。

第一，在缺少正式破产程序条件下，如果没有利益分享方面的规定，先行者可以独享抢夺到的资产，债权人 A 和 B 的占优策略都是抢夺资产，纳什均衡的结果是企业破产，债权人 A 和 B 各抢得企业资产 20。即使有利益分享的相关规定，如果缺少正式的破产程序，债务重组就成了一种利己更利他的

① Miller M.，and L. Zhang，*Sovereign Liquidity Crises：The Strategic Case for a Payments Standstill*，The Economic Journal，Vol. 110，pp：335－362，January，2000.

行为，重组协议的公共产品性质可能导致债权人之间的搭便车问题，也会出现这里的合作失败结果。如果有正式的破产程序，也就事先规定了无论谁先行动，得到的诉讼所得都要均分。破产清算的结果是两人各得20，谁都没有动力去抢夺资产，纳什均衡的结果是A和B债权人都继续等待，企业就能继续存在，两人的债券价值均为31（见表9-1）。

表9-1 缺少正式破产程序条件的利益分配

		B债权人	
		继续等待	抢夺资产
A债权人	继续等待	(31, 31)	(0, 40)
	抢夺资产	(40, 0)	(20, 20)

第二，当债权人能够自由地抽回短期资金，留给企业的资金不足以使企业继续经营（为了严格条件起见，可以假设已经包含了利益分享方面的规定）。如果其中的一个债权人允许债务展期，因为企业仍然无法避免破产，该债权人将遭受损失（这里以e表示展期损失），除非两人同时愿意展期，均不抽回企业的短期资金，企业避免破产清算，债权人均得到福利改善。以清算为目的的破产程序不能限制债权人抽回资金的行为，得到的是社会无效率的纳什均衡解［(20, 20)］。因此，只有以保护债务人为目的破产程序能够允许债务人自动终止债务偿付，或者法院能够监督企业进行债务重组以避免流动性困难导致的破产，债权人接受债务展期或者用新的债务进行置换，得到的纳什均衡解是具有社会效率的［(31, 31)］，从而最终能够走出“囚徒困境”（见表9-2）。

表9-2 债权人的“囚徒困境”

		B债权人	
		继续等待	抢夺资产
A债权人	继续等待	(31, 31)	(20 - e, 20)
	抢夺资产	(20, 20 - e)	(20, 20)

这种“囚徒困境”揭示了一个很深刻的问题：个人理性与集体理性之间存在着矛盾，自利的个人理性行为通过“看不见的手”没能引导出最优的社

会结果。主权债重组中，缺少正式的重组程序而出现的集体行动困境将导致债权人之间的合作失败（如果没有利益分享规定，则会出现抢夺赛跑；即使有利益分享规定，又可能出现搭便车问题）。

集体行动困境显示，任何关于主权债重组的相关方案都需要解决以下三个问题：一是在达成基于所有债权人利益的解决方案前，如何限制单个债权人采取独立行动；二是由多数债权人达成的重组协议，如何能够保证对所有债权人的约束力；三是多数债权人如何能够说服那些持有不同意见的债权人以一种优惠的价格买下重组后的债券，而不是把债务人推向破产清偿的境地。

针对上面提到的问题，可能的解决措施有三个：一是改革破产法以保护债务国使之免遭敌意的法律行为，即在重组过程中对债务国进行破产保护；二是在债务合同中引入集体行动条款：条款规定，在债务国出现债务困难时，允许多数或者绝对多数债券持有人与债务国就重组问题达成协议并且约束少数债权人的单独诉讼行为；三是赋予国内法庭权力以监督债务重组过程，保护债务国和多数债权人免遭持不同意见少数债权人的“损人利己”行为。

二、惩罚威胁缺失与道德风险

（一）主权债道德风险的分类

除了债权人的合作失败外，主权债重组中还有另外一个困境：道德风险问题。Roubini（2000）把道德风险区分为两类：债务人道德风险和债权人道德风险。债务人道德风险还可以区分为主权国家的道德风险和债务国私人部门的道德风险，后者是指基于明确的或者是隐性的政府担保，新兴市场国家的国内私人部门（金融机构、企业和家庭）可能出现过度借贷行为[①]（通过直接或者间接方式从外国债权人处获得），从而做出扭曲的甚至是错误的投资决策。主权国家债务人道德风险是指基于对外部官方部门（多边或双边官方债权人）提供保释机制的预期，可能引导该国采取宽松的经济政策，而这种

---

① 余永定（2001）在总结亚洲金融危机教训的文章中指出，中国的各项改革尚未完成，各种有效的激励和惩罚机制还没有完全到位，如果放弃资本管制，大多数国有企业或私营企业、地方政府很可能不顾偿还能力而大借外债。实际上，这里的惩罚措施不到位就是国家的各种明确的和隐性的担保。

宽松的政策可能引起经济和金融问题，最终出现债务危机或者金融危机①。

债权人道德风险也有两种类型：一是国际债权人预期官方债权人部门（IMF、多边开发银行、美国财政部等）的保释机制或者主权国家对其国内私人部门的国际债务进行担保，债权人可能在贷款决策上出现的扭曲行为；二是基于国内明确的或者隐性的政府担保（由债务国政府给国内金融机构和非金融机构提供）预期，国内债权人给国内机构提供过量的资金信贷。国内债权人和国际债权人道德风险从产生机制上是类似的，不过国内债权人因为道德风险形成该国的财政负担仅仅在一国内部产生财富分配效应（最后由纳税人承担财政负担）。

（二）债务人的道德风险

首先看债务人道德风险。企业债和主权债之间的显著区别来自于主权国家具有的豁免权——主权国的政府资产不受商业规则约束：这些资产不能因为政府无法偿付债务而受到查封。这样，就存在主权国家因为惩罚性威胁缺失而采取战略性拖欠的可能，也即存在国家债务人的道德风险问题。Bolton 和 Scharfstein（1996）提供了一个国内债券市场上债权人和债务人之间的谈判模型。他们区分出两类不同性质的债务拖欠：流动性拖欠和战略性拖欠。前者是债务人无力还债，后者是债务人有能力还债却赖账不还。除非能够对债务拖欠进行惩罚，比如查封资产等，否则债权人将因为害怕债务人的战略性拖欠而不愿借款给债务人。这样，因为债务人的道德风险最终可能阻塞了自己的融资渠道②。

实际上，主权债的惩罚性威胁缺失具有欺骗性。首先，美国的外国主权豁免法案和英国的国家豁免法案允许本国债权人援引国内法作为诉讼请求的法律武器；其次，主权国家奉行冒险政策的成本相当高昂，包括通货膨胀、产出损失等福利指标；最后，IMF 的危机援助行为均带有条件性，常常要求

① Roubini N., *Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector, A Primer: Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law*, Stern School of Business, New York University, NBER and CEPR, July, 2000.

② Bolton, Patrick and David S. Scharfstein, *Optimal Debt Structure and the Number of Creditors*, Journal of Political Economy, Vol. 104 (1), 1996.

债务国进行痛苦的政策调整。Bulow 和 Rogoff（1989）认为，基于贸易孤立威胁，债务人不敢完全赖账不还，主权债重组中更为真实的情形是部分债务拖欠，而不是要么全部偿付，要么全部拖欠这两种极端。部分拖欠的具体环节通过债务人和债权人之间的重复谈判来决定。他们指出，债权人和债务人在出现债务拖欠后能及时有效地进行谈判，而不需要美国财政部、IMF 这样的第三方参与，除非他们能够传递某种私人信息①。Dooley（2000）的模型包括了主权国家的标准假设———即无法对主权国家采取强制执行措施，抵押和其他一些惩罚性安排也就无法发挥作用。债权人为了保护自己的利益，都会想办法提高债务人的拖欠成本（比如产出损失②），或者在债务合同中加入一些条款使得重组谈判太过困难而难以进行。这种威胁的存在也能诱导债务人在有能力偿付的时候不会出现前述的战略性拖欠的赖账行为。因而也在一定程度上克服了债务人的道德风险问题③。

（三）债权人的道德风险

再来看债权人道德风险。国际投资者（债权人）做出投资决策时受到以下两个预期影响：一是国际金融机构是否给某主权国提供某种融资支持，在其出现债务拖欠情况下，为国际投资者提供保释机制；二是某主权国是否对其国内私人部门提供某种保释机制，从而激励他们过度举借外债。国际投资者总是谨慎地评估一国是否能够获得部分或者全部的保释制度支持，这种保释机制可能对私人资金流向新兴市场国家产生系统性影响。多边国际融资支持，尤其是在最近危机处理中见到的大额的急救包（rescue package）在墨西哥、韩国、泰国、印度尼西亚、俄罗斯和巴西等国的运用，可能影响国际投资者对官方保释机制的未来预期。

关于道德风险问题的讨论主要集中于对 IMF 以及其他官方机构的急救包

① Bulow, Jeremy and Kenneth Rogoff, *A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt*, Journal of Political Economy, Vol. 97 (1), 1989.

② 一国因为债务拖欠可能给宏观经济带来重大影响，并进而引起总体产出减少等经济后果，这种产出损失对债务国而言是一种成本威胁。这种债务拖欠成本还包括声誉成本、失去国际融资渠道的成本等。

③ Dooley, Michael P., *Can Output Losses Following International Financial Crises Be Avoided?* NBER Working Paper 7531, February, 2000.

拯救机制的批判上。Ghosal和Miller（2002）① 在他们的文章中分别引用了Barro和William Cline的两个判断：Barro指出IMF的保释机制可能会增加主权国家债务拖欠的可能性，这种拯救行动加大了债务人的道德风险，鼓励政府实行错误的政策以及银行进行高风险的业务；William Cline则指出，任何国际安排如果传达了这样一种信号——债务拖欠是无关痛痒的话，将会抑制国际资本流入新兴市场国家，这种对拖欠行为保持友好态度的国际制度安排实质上剥夺了借款者的准抵押：债务拖欠给债务国带来的压力和痛苦。另外，如果出借人知道他们的借款能够得到国际金融机构的有效担保，他们自己也就没有必要去监督借用者了，如果没有了这种监督，借用者的道德风险将更为严重。Kamin（2002）② 对国际金融市场中的道德风险问题进行了一项实证研究，主要是检验三个假设：一是新兴市场国家进入国际债务市场的难度在1995年前后是否有显著变化；二是经济或者地缘政治重要的国家是否能够获得进入国际债务市场更为有利的条件；三是新兴市场国家之间债券差价以及资金流入趋势是否有明显特征。Kamin的结论是：并没有道德风险扭曲了国际金融市场的显著证据。

（四）限制主权债的道德风险

限制道德风险的一个建议是对IMF的最后贷款人实施方式进行改革，IMF不再采用任何系统性的拯救办法，而是取代为一种“建设性不确定原则”或者叫“建设性模棱两可”，IMF使其是否、何时、在何种条件下提供最后贷款变得不确定，形成对故意拖欠行为的一种压力。但是，这种机制对解决我们前面提到的合作失败没有任何作用，而且，这种措施的施行意味着IMF在解救危机中的及时性和力度进一步削弱。按照我们前面的判断，发展中国家出现债务拖欠更多不是出于故意而是出于无奈，IMF的救助往往不是太多而是太少，因此，废除或者减少保释机制是一种因噎废食的做法，IMF审慎、及时的资金支持仍然十分必要。

通过分析主权债重组中的合作失败和道德风险，我们得到一个结论：解

---

① Ghosal S., and M. Miller, *Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures*, The Economic Journal, Vol. 113 (487), April, 2003.

② Kamin S. B., *Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets*, International Finance, Vol. 7 (1), March, 2004.

决主权债重组问题的有效框架必须同时能够满足债权人的有效合作以及解决官方机构与债权人和债务人的激励相容问题。有两种可行的办法：要么这些国际金融机构从国际债务危机中抽身，在国际债务合同中采用集体行动条款等方式，由债权人和债务国之间进行谈判解决；要么增加债权人和债务人的债务拖欠成本，这需要对国际金融组织进行改革，IMF 不仅扮演着不完全的国际最后贷款人角色，同时也要在促成国际破产法庭方面扮演角色。这两种解决重组困境的思路实际上预示了我们前面提到的解决主权债重组问题的两套方案。

第二节　主权债重组的博弈分析

Ghosal 和 Miller（2002）用博弈语言，给出了债权人合作失败和债务人道德风险的正式表述。该模型虽然只考虑了债务人道德风险，仍可以得到一个颇有启发性的推论：任何可行的重组方案都需要解决债权人博弈均衡结果与债务人道德风险约束的一致性问题。换句话说，就是任何可行的重组方案既要实现债权人之间的有效合作，又不能产生严重的道德风险，这中间有一个权衡取舍的问题。这一推论和我们前面得到的结论是一致的①。

一、不考虑道德风险的债权人博弈均衡

为简单计，假设一国的财富存量为零，需要外借数量为 K 的债务进行某项目投资。债权人 A、B 提供了均等的数量为 b 的资金。投资持续两期：期 1 和期 2，允诺的投资回报率为 r，本金在期 2 收回。假设该国在期 1 遭受未预期到的外生性冲击（坏运气），不能按照债务合同在期 1 进行足额偿付。单个债权人面临两个选择：撤回资金或者继续等待，一旦债权人要求撤回资金，提前偿付，债务国将面临流动性危机（见表 9－3）。

表 9－3　双债权人博弈的支付矩阵

		债权人 B			
		撤回资金		继续等待	
债权人 A	撤回资金	$Q/2-L$	$Q/2-L$	$(1+r)\ b-L$	$Q-(1+r)\ b$
	继续等待	$Q-(1+r)\ b$	$(1+r)\ b-L$	$(1+r)\ b$	$(1+r)\ b$

① Ghosal S.，and M. Miller，*Co-ordination Failure*，*Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures*，The Economic Journal，Vol. 113（487），April，2003.

其中，L 表示要求提前偿付债务的债权人在法律方面的执行成本，诸如律师费、开庭费等。符号含义以及决定收益值的关键假设如下：

情况 1：债权人 A、B 同时选择撤回资金。此种情况下投资项目自然中断，用 $Q\ (<K)$ 表示项目终止后能够收回的残余价值。A、B 各得 $Q/2-L$。

情况 2：债权人 A、B 之一主张撤回资金而另一方继续等待。主张撤回的一方能够独享诉讼所获得本金 b 及利息 rb，但需支付法律费用 L，所以获得支付 $(1+r)\ b-L$。而另一方获得剩余的 $Q-\ (1+r)\ b$。一般说来有 $(1+r)\ b-L>Q-\ (1+r)\ b$，也即存在第一行动优势。

情况 3：债权人 A、B 均继续等待。那么对 A、B 两债权人而言，只要该项目继续进行，他们没有任何损失。两债权人的投资收回，各得 $(1+r)\ b$。

在对表 10－3 进行处理，得到一个标准化后的支付矩阵（见表 9－4，其中 $1>e>0>g$）。

表 9－4　标准化后双债权人博弈的支付矩阵

		债权人 B			
		撤回资金		继续等待	
债权人 A	撤回资金	0	0	e	$g\ (<0)$
	继续等待	$g\ (<0)$	e	1	1

双债权人博弈有三个纳什均衡解，其中两个是纯策略解（继续等待，继续等待）及（撤回资金，撤回资金），第三个解是混合策略纳什均衡解①，其中每个债权人撤回资金的概率为 $q=\ (1-e)/(1-e-g)$。纯策略均衡解中的（撤回资金，撤回资金）表示合作完全失败，而混合策略均衡解表示合作部分失败。如何在这些均衡解中选择呢？一个可能的答案是，选择完全是一种随机行为（就像太阳黑子的活动一样）。债权人根据与支付不相关的自然现象来判断预期收益和策略选择——决定撤回资金或者继续等待。这种选择的直接结果是：主权国家债务危机爆发的概率为正，但是这种概率与主权国经济的基本面状况无关。

① 混合策略是规定参与人在每一个给定信息情况下以某种概率分布随机地选择不同行为的策略。在静态博弈里，纯策略等价于特定的行动，混合策略是不同行动之间的随机选择。

接下来考虑如何选择纯策略均衡解的问题，即风险占优问题。假设 a 和 $1-a$ 分别代表债权人 A（或债权人 B）认为对方撤回资金和继续等待的概率。这样债权人 A 撤回资金和继续等待的预期收益分别为 $e(1-a)$ 和 $1-(1-g)a$[①]。选择撤回资金的条件（也即风险占优的条件）为撤回资金的预期收益大于继续等待的预期收益，即 $e(1-a)>1-(1-g)a$。对这个不等式进行移项处理得到 $-g>(1-e)(1-a)/a$，进一步，在 a 合适大小时，我们把不等式中的 $(1-a)/a$ 省略，便得到了严格的风险占优条件 $|g|>1-e$。这样，撤回资金作为风险占优的选择时，具有"抢夺与赛跑"特征的第一行动者获得的收益较大。

二、主权债务人的道德风险约束

接着将道德风险纳入分析框架，考虑小型开放经济体，借款利率由国际金融市场给定（为简单计，债权人和债务人之间的动态相互作用不予考虑）。其他假设和前面一致，只是在期 1 有两种不确定性可能导致债务拖欠：一是债务人选择"恶性行动"还是选择"良性努力"；二是概率为 p 的外生性随机冲击。因为债务人的恶性行动或者负的外生性冲击都足以导致债务拖欠，究竟是何种因素导致债务拖欠却并不明显。如果债权人在决定撤回资金或者继续等待前能够区分具体原因，不会出现债务人的道德风险问题；如果债权人决定撤回资金或者继续等待前不能区分具体原因，就可能出现债务人的道德风险。

（一）混合策略均衡

在期 1 可能出现四种结果：债务偿还（良性努力，无外生性冲击）；债务拖欠（良性努力，外生性冲击）；债务拖欠（恶性行动，无外生性冲击）；债务拖欠（恶性行动，外生性冲击）。在这种情况下，双债权人博弈矩阵中唯一变化的支付结果就是债权人 A 和债权人 B 都选择继续等待时的收益（见表 9－5）。

---

① 债权人撤回资金的收益为 $a\times 0+(1-a)\times e$，即 $e(1-a)$；继续等待的收益为 $a\times g+(1-a)\times 1$，即 $1-(1-g)a$。

表 9-5　考虑道德风险后双债权人博弈的支付矩阵

		债权人 B			
		撤回资金		继续等待	
债权人 A	撤回资金	$Q/2-L$	$Q/2-L$	$(1+r)b-L$	$Q-(1+r)b$
	继续等待	$Q-(1+r)b$	$(1+r)b-L$	$(1+r)b-(1-P)\ h$	$(1+r)b-(1-P)\ h$

用 p 表示外生性冲击的概率，h 表示债权人基于债务人的恶性行动所作的损失预估。每个债务人以概率 p 在第二时段得到 $(1+r)\ b$；每个债权人以概率 $1-p$ 在第二时段损失 h。因此，以期 1 出现拖欠为条件，如果债权人 A、B 都继续等待，期 2 结束时每个债权人的预期支付是 $(1+r)bp+[(1+r)b-h](1-p)=(1+r)b-(1-P)h$。

对这一博弈矩阵进行标准化处理，得到的支付结构和均衡解与表 9-4 所示一样。我们集中关注混合博弈均衡解，每个债权人撤除资金的概率为 q。因为任何一方撤回资金都会引致无序的债务拖欠，项目可以延续的概率是 $1-\pi e=(1-q)2$。如果把诱使债务人采取良性努力的激励需要作为选择均衡解的原则，结果会如何？假设债权人均不撤出，项目延续的均衡解并不是债务国选择良性努力的子博弈精炼均衡解。换言之，债务人的资金一旦得到担保，就不可避免地产生恶性行动的道德风险。与之对照，债权人均肯定撤出的威胁将激励债务人选择良性努力。但是当暂时的外生性冲击引发流动性危机时，这种行为将是社会无效的。混合策略均衡应该为债务人提供了良性努力的激励，但是，它是否社会有效呢？

（二）恶性行动约束下的道德风险

道德风险的产生根源在于债务国收益的不可和约化（non-contractible），对债务国的激励同债权人不一致。换言之，债务国获得的是一种私人收益，这种收益仅仅与投资项目相关，而且债务人获得的私人收益大小依赖于自己选择良性努力还是恶性行动。债权人根据债务合同清偿债务头寸，债务国得不到与合同相关的支付，债务国也不能以一种可置信承诺的方式把自己的收益转移给债权人。

用 UG_t 和 UB_t 分别表示债务国在 $t=1$，2 期良性努力和恶性行动情形下所能获得的预期支付现值。我们假设 UG_t 和 UB_t 不仅包括项目终止时的剩余

价值，还包括债务国不可和约化的私人收益。如果总有 $UG_t < UB_t$，债务国没有任何良性努力的激励。更一般的情形是，$UG_1 > UB_1$，而 $UG_2 > < UB_2$，恶性行动情形下债务国的私人收益曲线（BB）比良性努力情形下债务国的私人收益曲线（GG）陡峭（如图 9 - 1）。如果项目延续的概率 $1-\pi$ 为 0，债务国良性努力的激励大于恶性行动的激励；如果可能性为 1，债务国良性努力的激励小于恶性行动的激励，债务国可能出现卸责行为（shirking）。其中有一个均衡，即 $1-\pi$ 可能性为 $1-\pi_m$，对债务国而言，良性努力和恶性行动的结果没有区别。项目延续的概率等于 $1-\pi_m$——图 9 - 1 中两收益曲线的交点，也即是债务人道德风险相关的恶性行动约束条件。

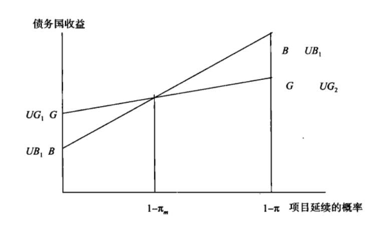
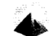


图 9 - 1 债务人道德风险：恶性行动约束

考虑这样一种情形，产生于债权人合作博弈的项目延续概率太高而不满足道德风险约束。为了控制道德风险和诱导良性努力，债权人必须选择纯策略均衡解，以撤回资金作为威胁。但是，为了使债务国选择良性努力债权人的这种选择显然是社会无效的。因为债权人选择撤回资金以后，即便债务国选择良性努力，项目也免不了以失败告终，出现纯策略拖欠。

上述结论我们用图 9 - 2 来概括。纵轴为 $1-\pi_c$，即债权人博弈中的混合策略均衡得出的项目延续概率。横轴为 $1-\pi_m$，即债务国方面的序贯博弈（Time-Consistency）或子博弈精炼（Subgame Perfection）所要求的项目延续概率。箭头所指粗黑线表示 $1-\pi_c > 1-\pi_m$，债务国产生道德风险，债权人只有选择纯策略（退出）作为威胁，出现纯策略拖欠；阴影部分 $1-\pi_c < 1-\pi_m$，债权人混合博弈形成一定的项目终止的概率，债务国有良性努力的激励，但



是债权人有过多的随机选择，出现流动性拖欠，即存在过度的无序拖欠概率；只有在 E 点，$1-\pi_c=1-\pi_m$，是次优选择点。

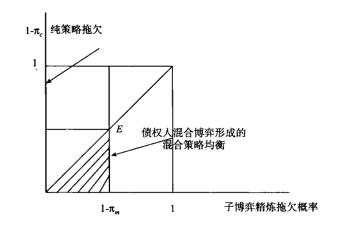


图 9－2　过度的无序拖欠概率

在 E 点上，债权人纳什均衡的随机选择等于债务国激励相容的随机选择，也是真正意义上的次优选择点。我们得出结论：在缺乏破产程序之类的债务重组条件下，主权债券市场几乎总会出现过度的无序的债务拖欠。一种拖欠是因为 $1-\pi_c>1-\pi_m$，债务国道德风险导致的纯策略拖欠；另一种是因为 $1-\pi_c<1-\pi_m$，债权人合作失败导致的流动性拖欠。

三、模型的政策含义

（一）无约束的金融自由化的可能影响

假定金融自由化使得采取恶性行动的策略更有吸引力，这一假定可以成为事实。比如，不加管制的资本账户自由化使得将资金输往海外避税天堂更加容易，而不是将它用于国内的生产性投资（如图 9－3）。自由化使得 BB 上移到 $B'B'$，它和 GG 的交点也从 I 到 I' 向左移动。这将降低激励相容的项目延续概率。如果激励相容的条件仍然在 $1-\pi_c$ 处予以满足，当然对均衡解没有任何影响。否则结果将是戏剧性的：面对任何原因的拖欠，只有确定无疑的撤回资金威胁才能有效控制债务人道德风险。

这一结论不是一种简单的理论推断，Tobin（1998）就指出，IMF 以及美

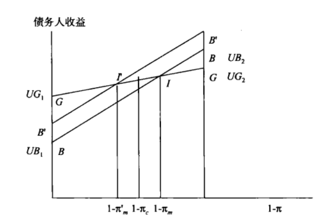


图 9-3 无约束金融自由化的可能影响

国财政部向东亚经济体提供急救包解救机制时，其官方贷款条件之一就是要求这些国家实现较高层次的跨境金融自由化。这种要求可能给这些国家带来一些负面影响，增加了债务国的道德风险，事实上可能带来下一次的金融危机。确实，在缺少适当的金融管制条件下，增加金融市场竞争程度可能是反生产力的（Counter-Productive）①。

（二）事先合约安排下的道德风险限制

接着考虑国家破产程序的影响。债务国出现债务拖欠，债权人可以对债务国的国有或私有资产提出法律上的清偿诉求。实施国家破产程序，针对债权人的诉讼请求，国家债务人可以申请“暂停偿付”保护。这种暂停偿付有利于重组谈判的顺利进行，不会因为秃鹰债权人的诉讼行为而受阻。同时为区分拖欠行为发生的具体拖欠原因（外生性冲击或恶性行动）提供了喘息空间。假设发现过程可以使债权人分辨出引起拖欠的具体原因，国家破产程序就应该可以降低道德风险。

事先通过合同约定，如果出现债务拖欠的原因是债务国的不努力所致，债务国必须把资金转回给债权人，即 *BB* 收益曲线沿顺时针方向旋转，加大了项目延续概率的最高值（$1-\pi'_m$）。如果事先的合约安排使得 UB_2 小于或者等

① Tobin J., *Financial Globalization: Can National Currencies Survive?* Paper Prepared for the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D.C., April 20, 1998.

于 UG_2，用较低位置的虚线表示，那么激励相容的项目延续概率最大值变为1，债权人能够不惧道德风险地对其贷款进行展期。即使道德风险的约束没有上升到1，而是上升到 $1-\pi'_m$，破产程序也能降低项目终止的概率。可见，正式的破产程序在缓解道德风险问题上作用显著（如图9－4）。

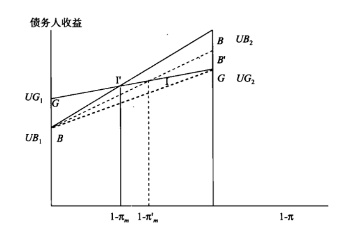


图9－4　事先合约安排对道德风险限制的改变

（三）模型的政策含义

在讨论更具体的政策暗示之前，我们先考虑两个特殊情形。其一，拖欠一发生，便能立即判断拖欠的具体原因，换言之，不需要发现过程，从而也不需要破产程序。如果拖欠源于外生性冲击，资金流动性问题能够立刻解决；如果拖欠源于缺乏努力，那么债务国事后的支付转换形式按照事先达成的方式进行。在这种情形下，解决流动性危机的保释机制是可行的，不过危机国获取保释必须对其财政政策进行调整，未采取财政调整的国家将排斥在保释机制门外，从而有效抑制了债务国的道德风险。另外一个极端的情况是，发现期也不能揭晓拖欠的具体原因，原因的不确定性永久存在。此种情形下，私人收益合约化不能使用，建设性模棱两可似乎是唯一的可行方法。

最后我们考虑一些更具体的政策含义。首先，如果新兴市场国家通过发展债券市场实现金融深化，以及加快融入国际资本市场进程，但是这一过程可能引致更多的金融危机。一些经济学家倡议采用类似智利模式的资本管制。他们认为资本管制可以有效地改变资本流入结构，吸引更多的长期资金而不是短期热钱，而且增加了资本流入总量。其次，克服债务国的道德风险有两

条途径：一是债权人可以通过本国法庭对债务国提请诉讼；二是建立国际破产法庭来处理债务拖欠的相关事宜。第三，对债务国进行债务重组，必须满足一些条件，比如包含一些私人收益合约化的相关内容，通过这些条件来控制债务国，约束道德风险行为。第四，因为私人债券合约是不完整的，不可能涵盖所有的事后行为，因而，更为正式的 SDRM 比分散的契约方法（集体行动条款）可能更有效。

第三节 金融危机背景下的主权债务危机

2007年以来，源自美国次贷市场的国际金融危机愈演愈烈，迅速从发达国家向新兴市场和发展中国家扩散，从虚拟经济向实体经济渗透，并最终导致了全球范围内的经济衰退。在这种来势凶猛的国际金融危机冲击之下，部分财政状况相对脆弱的国家首先出现了主权债危机。特别在规模空前的经济刺激政策之后，无论是发达国家还是新兴市场国家的财政状况均迅速恶化，由此而来的主权债破产风险迅速上升。

一、发达国家的人口老龄化和债务问题

次贷危机给全球带来的最深刻变化是全球经济增长重心的转移，显著特点就是欧美日经济脆弱性加大，新兴国家在全球经济增长中的重要性上升。我们可以用两个词来形容困扰欧美日等发达国家经济增长的因素：一个是人口老龄化，另一个是严重的债务问题，这使得发达国家在未来很长时间内的经济增长很难与新兴国家相提并论。

（一）人口老龄化成为经济增长的潜在负担

近年来经济的快速发展，生活水平和医疗保健水平不断提高，各国逐渐出现人口老龄化现象。在主要发达国家中，意大利和日本的人口老龄化最为严重，65岁以上的老人占总人口数的比重超过19%，其次是希腊、德国、西班牙和瑞典等欧洲国家，均在16%左右，发达国家老年人口比例平均为15%，美国为13%。这种状况对发达国家的劳动力数量、退休制度、医疗、住房等经济生活的各个方面都将产生重大影响。

人口老龄化趋势不仅给社会带来了沉重的养老负担，也成为各国经济增长的潜在阻碍因素。一些发达国家经济发展停滞不前与人口老龄化不无关系。

在德国，人口老龄化对消费产生负面影响，家庭减少消费开支，增加个人储蓄；类似情况也出现在日本，这可能是导致日本10年经济持续衰退的一个重要因素。此外，人口老龄化还将改变全球贸易的方式，推动经济全球化加速发展，然而这个速度仍然赶不上老龄化的速度。

（二）债务问题加大金融稳定的不确定性

自2009年末至今，发达经济体的债务风险不断蔓延，债务危机给银行体系和经济增长带来长久伤害，而解救的途径更是让投资者对全球中长期经济持续增长的前景产生怀疑，欧美日的财政赤字，以及庞大的政府债务规模压缩了各国政策调控空间。

各国政府为应对经济衰退、失业上升的困境，纷纷采取了扩张性的财政政策和货币政策，大规模的经济刺激政策在推动直接经济快速复苏的同时，也让各国公共债务出现了显著上升。特别是受经济衰退影响，税收收入下降和社会保障支出增加大大加剧了各国债务负担和财政压力。《经济学人》的数据显示，全球公共债务从2007年的29万亿美元迅速上升到2010年的38.4万亿美元，占GDP比例从53%迅速上升到64.2%①。另据Dadush和Stancil（2010）引用穆迪的估计数据，全球主权债占GDP比例已从2007年的62%上升到2009年的85%，同期二十国集团财政赤字占GDP比例也从1%上升到了7.9%②。在债务构成当中，经合组织代表的发达国家政府债务规模最大，占全球政府债务总规模的91.2%，各级政府债务与GDP的比率为90.3%，远远超过60%的警戒线，预计2015年将达110%，其中又以欧元区国家尤为严重（见表9-6）。

表9-6 欧美日发达国家各级政府赤字和债务数据（%）

国家	指标	2010*	2009	2008	2007	2006
美国	赤字/GDP	10.7	11.4	6.5	2.8	2.2
	债务/GDP	89.6	83.0	70.4	61.9	60.9

① 《经济学人》"全球债务钟"网站（http://buttonwood.economist.com/content/gdc）。

② Dadush, Uri and Bennett Stancil, *Is a Sovereign Debt Crisis Looming*? Carnegie Endowment for International Peace, International Economic Bulletin, February 2, 2010.

续表

国家	指标	2010 *	2009	2008	2007	2006
日本	赤字/GDP	8.2	7.4	2.7	2.5	1.6
	债务/GDP	199.2	192.9	173.8	167.0	172.1
英国	赤字/GDP	11.5	11.3	4.9	2.7	2.7
	债务/GDP	82.3	72.3	56.9	47.4	46.1
欧元区	赤字/GDP	6.6	6.3	2.0	0.6	1.4
	债务/GDP	92.4	86.3	75.8	71.0	74.5

资料来源：经合组织，2010 年为预测值.

（三）人口老龄化使发达国家面临债务激增困境

老龄化的人口使一国经济背负医疗和养老的沉重负担，创新和冒险动力弱化。就债务而言，次贷危机的本质是美国居民储蓄不足和消费过度带来的债务危机，美国政府试图以举债和发钞来解决危机，导致财政赤字不断扩大。这种以扩大公共债务掩盖私人债务问题的做法，最终导致了政府债务危机。

第一，人口老龄化必然增加政府养老和医疗保障方面的财务负担，使得公共债务上升。老龄化趋势给世界各国经济带来深刻变化，从发达国家的社会保障来看，无论是采取高福利模式，还是采取社会保险模式，财政对社会保障的资金投入上升将给各国财政带来更大压力。例如美国在公共养老金方面的支出已经超过了 GDP 的 7%。如果维持目前的养老金制度不变，到 2050 年，大多数发达国家的养老金支出总额将翻一番，更不用说加上私人养老金及医疗保险方面的额外支出，这些国家的债务负担将达到 GDP 的 3 倍多。如果不采取措施改革现行养老金制度，大多数发达国家的主权债务将上升至“不可持续的水平”①。

第二，政府覆盖养老和医疗的公共基金，通常投资在国债上，使得债务问题更突出。Kent（2003）发现在统一预算管理体制下政府社保基金的积累并没有降低公共部门的债务水平②；Richard. D（2000）提出，各国社保基金

① Mrsnik, M. and D. T. Beers, *Global Aging 2010: An Irreversible Truth*, Standard & Poor's, October 7, 2010.

② Kent A., *Is the Social Security Trust Fund Worth Anything?* NBER Working Paper No. W9845, July, 2003.

大量投资国债市场，导致发达国家的国债市场被放大，引发政府国债筹资成本的下降，进而增发国债，政府为解决代际问题而建立的社保基金通过国债市场又重新回到政府，并转化为财政支出，由此产生了社保基金积累与政府债务同步增长的现象①。

日益老龄化的人口需要增加养老和医疗保障，私人及政府部门的债务负担使得日本、欧洲及美国在国际经济体系中渐渐失去主导权。如果复苏无望，最迟到2015年发达国家的养老、医保等公共基金可能出现金流不能平衡的财务缺口，并导致中长期国债的交易价格大幅下跌。因此，无论如何发达国家中长期国债危机已难避免，人口老龄化加上债务问题，无疑使欧美日经济的长期前景难有亮点。未来经济增长的动力和引擎正由发达国家向以金砖四国为代表的发展中国家转型。

二、欧洲主权债务危机

由于欧元区的单一货币体制，处理这些国家的赤字和债务问题更为复杂。希腊等国因经济萎缩、债务水平过高引起了投资者对部分国家主权债务偿还能力的担心，导致利率飙升，债务风险由利率风险升级为信贷违约风险并迅速蔓延到周边国家，政府持续救助金融机构和为私人部门贷款提供担保，使政府债务和利率进一步上升，欧洲主权债务危机开始显现。对此，欧元区同步实行了大规模的财政紧缩，经济面临通缩风险，政府财政收入减少，对财政政策的可持续性构成挑战；而政府融资总量和成本的上升，都对私人部门产生了挤出效应，这将影响欧元区经济在中长期的潜在增长。

欧洲主权债务危机起源于冰岛。2008年9月，在次贷危机影响下，过度扩张的冰岛金融业陷入困境，三大银行资不抵债，被冰岛政府接管，冰岛的银行债务危机升级为主权债务危机。为了帮助冰岛脱离破产威胁，IMF主导了总额高达46亿美元的救助方案，包括国际货币基金组织提供21亿美元贷款，挪威、瑞典、芬兰和丹麦提供25亿美元的贷款和货币互换。其后，德国、荷兰和英国共同宣布了63亿美元的集合贷款，用于解决这些国家存款人

① Disney R., *Crises in Public Pension Programmers in OECD: What Are the Reform Options?* The Economic Journal, 2000.

在冰岛银行系统的存款保险赔偿。

欧洲主权债务危机的“第二波”冲击发生在中、东欧国家。2000年以后绝大多数中、东欧国家的商业银行为以西欧银行为主的外资控制，“高外资、高外债”的发展模式具有很大的脆弱性。2009年初，在国际金融危机影响下，资本外流，贸易赤字上升，货币贬值和银行债务沉重，中东欧国家债务危机正式浮出水面。面对中、东欧摇摇欲坠的经济金融形势，国际货币基金组织、世界银行、欧盟以及欧洲复兴开发银行伸出了援助之手，提供超过770亿欧元的贷款支持，使得中、东欧局势有所缓和，并在2009年实现了初步复苏①。

欧洲主权债务危机的第三阶段是由希腊债务危机向西班牙、葡萄牙逐步蔓延，至爱尔兰债务危机的全面爆发阶段。2009年5月，希腊债务问题初见端倪，财政赤字占GDP比例上升至12.7%，公共债务占GDP比例上升至11.3%，同年12月希腊债务危机全面爆发②。2010年初，欧洲其他国家开始陷入危机，包括财政金融状况较为稳健的比利时，以及欧元区经济实力较强的西班牙，都预计未来三年财政赤字将居高不下，德国等欧元区的龙头国家也开始感受到危机的影响。而始于2010年9月的爱尔兰债务危机，随着政府公布的赤字和公共债务占GDP的比例，其国债利率随即飙升，并间接引发了美联储的二次量化宽松货币政策的推出。自2010年4月以来，国际三大评级机构惠誉、穆迪和标准普尔先后下调欧洲多国的主权信用评级，欧洲主权债务危机全面升级，并存在进一步恶化的可能，对全球经济复苏和国际金融稳定带来实质性的冲击，我们对欧洲债务问题的严重性不得不保持高度警惕。

三、全球量化宽松对发达国家政府债务问题的影响

全球经济开始复苏，但产出恢复的速度总体较慢且不平衡，全球政府债务规模继续快速增长。2009年全球财政收入下降9.0%，而支出却增加了3.6%，导致全球赤字水平上升到占GDP的7.3%。2010年全球财政收入会有所提高，但仍未恢复到2008年的水平，在财政支出继续上升的作用下，赤字占GDP仍将高达6.8%。可以说，未来全球债务危机主要不是在新兴国家，

---

① Berrer Vita, *Europe's Eastern Bailout*, Institutional Investor, May, 2010.

② 中国人民银行. 2010年国际金融市场报告, 2010-4.

而是在发达国家。

一方面，2010年全球金融危机对发达国家信用的影响将相当深入和持久，主要发达国家信用风险呈现加速恶化的趋势，其他地区的国家信用风险略有上升或趋于稳定。另一方面，美国财政赤字大幅增加，利率降到0~0.25%的“流动性陷阱”，宏观调控几乎已无计可施，经济增长没有起色，失业率居高不下，美联储进一步调控的手段只能是通过印钞票从市场上回购美国国债，把更多的货币注入经济中，即二次量化宽松。而鉴于新一轮量化宽松货币政策和美元兑主要货币贬值对各国经济的破坏性影响，日本、英国和欧洲的央行分别宣布扩大购买资产规模，开启了全球量化宽松货币政策的大门。量化宽松加大了国际社会对发达国家政府债务问题的关注。

第一，以美国为例，自1987年以来，美国中长期国债危机四伏，却被长期忽略了，收益率不断降低，损害了债权人的利益。就中长期国债的年化收益率而言，在1990年之前的5年约为10%，1991~2005年间约为6%~8%，目前大约在4%。过低的中长期利率也显示，美国国债风险相对比较高，交易价格对利率波动更敏感，存在着较大的下跌空间。

第二，在目前的情况下，欧洲、日本和美国都存在国债收益率过低的问题，相比之下美国只是稍好一些。例如，德国的10年期国债收益率仅为2.9%，30年期国债收益率约为4.1%，均略低于美国中长期国债的收益率水平。欧洲债务危机正逐渐蔓延至欧元区的中心。

第三，考虑到人口和债务问题，发达国家只有依赖重大技术创新，以及中东资源国和东亚顺差国家的持续经济增长，才能逐步缓解债务危机。发达国家需要有重大的技术创新，只有围绕重大创新激发新投资、新产业集群、新就业，并最终创造新的超额利润，这些因素将是世界经济重回健康可持续发展的关键所在。未来3年左右最有希望出现创新，但创新的方向还不明确。

第四，发达国家主权债务只有从新兴市场国家中央银行、石油出口国和主权财富基金获得充裕的资金注入，其可持续性才不会受到较大质疑。

第四节　关注国际主权债务重组问题

与传统的银团贷款者不同的是，私人部门一般通过二级市场购买债券成为债权人，不与债务国建立直接联系，债权人之间以及债权人与债务国之间缺少必要的和一贯的信息沟通，使得发生债务拖欠以后的重组尤其困难。最近的金融危机经验也显示，一国需要进行债务重组时，债券融资条件下的重组比银行融资条件下的重组更为无序和困难（Spiegel，2002）①。正是因为以债券融资为主导的国际债务市场出现的重组困难，需要重构主权债务重组制度。

对于改善主权债重组程序，依例而行的方案是实施单边交换，在巴基斯坦、厄瓜多尔、乌拉圭和俄罗斯的债务重组中取得了成功，但我们仍需要寻找更为及时、有序和可预见性的主权债重组方案。目前主权债重组主要有三套提议方案：一是合同方法（contractual approach），即在债务合同中引入集体行动条款（collective action clauses，CACs），由合格多数债权人与债务国通过谈判达成一致性主权债重组协议；二是司法方法（statutory approach），即IMF的SDRM方案，基本构想是将国内破产法的概念引入主权债重组过程，通过修改IMF的协议条款或者达成新的国际条约，为债务国和债权人之间达成更为有序的债务重组提供全球性的正式制度安排；三是欧盟和一些私人机构主张的良好行为准则，开始受到人们的关注。要评价各种方案的优缺，首先需要考察存在哪些市场失败。

第一，Roubini和Setser（2003）给出了以下几种具体的市场失败表现：资金撤出赛跑，法院诉讼赛跑，搭便车或者“流氓”债权人问题，政策约束性，拖欠赛跑或者叫机会主义的拖欠，以及其他赛跑行为——银行挤兑、

① Spiegel M.，*Towards a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*，FRBSF Economic Letter，No. 2002-19，June 28，2002.

抛售货币和撤回跨境银行间信用等。概括起来就是合作失败和道德风险。集体行动条款方案和 SDRM 方案均希望能够有效克服上述的市场失败，事实上，两者均包含有多数人决策的相关内容，并没有本质上的不同。①

第二，Ghosal 和 Miller（2002）的模型给出了合作失败和道德风险的正式表述，讨论了国际破产程序在减少金融危机中的作用，并且认为更为正式的 SDRM 比分散的合同方法（集体行动条款）可能更有效。

第三，对主权债重组中债务拖欠问题的理论分析还可见 Dooley 和 Verma（2001），借鉴 Bolton 和 Scharfstein（1996）关于战略性拖欠的概念，他们提供了由债权人、债务人和 IMF 三方参与的三阶段博弈模型，考查了 IMF 在主权债重组中的角色。如果 IMF 比债权人拥有更多的信息，比如能够区分战略性拖欠和流动性拖欠，就能实现最佳的债务重组结果②。

第四，Kletzer 和 Wright（2000）③ 以及 Kletzer（2002）的模型对集体行动条款和一致同意原则下债务重组的结果进行比较，得到结论：集体行动条款允许实施有效率的重组谈判，而一致同意原则鼓励单个债权人的机会主义行为容易导致无效率的重组结果④。

评价一种新方案的实施价值是相当困难的。解决新兴市场国家的主权债重组困境，SDRM 这样超国家的破产法庭更为有效，还是推广业已存在的集体行动条款方案更为可行，很难给出一个精确的答复，而且各国之间差异显著，很难找出一种普适性的方案。过去 20 年，呈现在我们面前的主权债务重组是一副纷繁混乱的场景，虽然我们正在设计一些雄心勃勃的新方案，可预见的几年内，还看不到任何改观的希望。从实践的角度看，这些方案的实施成效还取决于运用中的创造性和自信力。中国在此过程中可以做的是，关注

---

① Roubini N. , and B. Setser, *Improving the Sovereign Debt Restructuring Process: Problems in Rdstructuring, Proposed Solutions, and a Roadmap for Reform*, Paper Prepared for the Conference on "Improving the Sovereign Debt Restructuring Process" co-hosted by the Institute for International Economics and Institute Francais des Relations Internationales, Paris, March 9, 2003.

② Dooley M. P. , and S. Verma, *Rescue Packages and Output Losses Following Crises*, NBER Working Paper No. w8315, June, 2001.

③ Kletzer K. M. , and B. D. Wright, *Sovereign Debt as Intertemporal Barter*, American Economic Review, 2000.

④ Kletzer K. M. , *Sovereign Bond Restructuring: Collective Action Clauses and Official Crisis Intervention*, IMF Working Paper No. 03/134, December, 2002.

未来全球主权债务危机及其重组过程，并要求欧美日等发达国家发行主权债时，加入对债权人有利的条款，一旦债务违约，就相应启动债务重组机制，在债务人出现债务拖欠、宣布延期偿付或出现连带拖欠以后，债权人有权执行加速条款谋取自己的权益。

主要参考文献

[1] Bolton, Patrick and David S. Scharfstein, *Optimal Debt Structure and the Number of Creditors*, Journal of Political Economy, Vol. 104 (1), 1996.

[2] Buchheit, L. C., and G. M. Gulati, *Sovereign Bonds and the Collective Will*, Working Paper No. 34, Georgetown University Law Center, Washington, D. C., March, 2002.

[3] Bulow, Jeremy and Kenneth Rogoff, *A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt*, Journal of Political Economy, Vol. 97 (1), 1989.

[4] Dooley, Michael P., *Can Output Losses Following International Financial Crises Be Avoided*? NBER Working Paper 7531, February, 2000.

[5] Gianviti F., *The Design and Effectiveness of Collective Action Clauses*, IMF Staff Paper, 2002.

[6] Ghosal S., and M. Miller, *Co-ordination Failure, Moral Hazard and Sovereign Bankruptcy Procedures*, The Economic Journal, Vol. 113 (487), April, 2003.

[7] Kamin S. B., *Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets*, International Finance, Vol. 7 (1), March, 2004.

[8] Kletzer K. M., *Sovereign Bond Restructuring: Collective Action Clauses and Official Crisis Intervention*, IMF Working Paper No. 03/134, December, 2002.

[9] Miller M., and L. Zhang, *Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payments Standstill*, The Economic Journal, Vol. 110, pp: 335 - 362, January, 2000.

[10] Roubini N., *Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector, A Primer: Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law*, Stern School of Business, New

York University, NBER and CEPR, July, 2000.

[11] Spiegel M. , *Towards a Sovereign Debt Restructuring Mechanism*, FRBSF Economic Letter, No. 2002 - 19, June 28, 2002.

[12] Tobin J. , *Financial Globalization: Can National Currencies Survive?* Paper Prepared for the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D. C. , April 20, 1998.





第十章

建立国际金融新秩序的新进展



“第二次世界大战”以来最为严重的全球金融危机充分暴露了国际金融体系的诸多弊端。制度设计缺陷严重影响了布雷顿森林体系的代表性，导致世界经济呈现失衡和无序状态，造成金融危机此起彼伏。现行国际金融体系已无法承担促进世界经济金融稳定发展的使命，G20匹兹堡金融峰会推进了国际金融体系改革的步伐，将新兴市场和发展中国家在国际货币基金组织的份额提高了至少5%，将发展中国家和转型经济体在世界银行的投票权提高了至少3%。提高发展中国家的代表性和发言权，为保证危机不再重演而进行一次空前合作，为改革创造良好时机。

第一节 国际货币体系的区域化与美元化

国际金融体系是调节各国货币在国际支付、结算、汇兑与转移等方面的规则、惯例、政策、机制和组织机构安排的总称。广义的国际金融体系包括国际收支及其调节机制、汇率制度的安排、国际储备资产的选择和确定，以及国际间金融事务的协调与管理；狭义的国际金融体系就是国际货币体系。在货币的国际流通过程中涉及汇率制度的安排、储备货币的选择和国际收支的调节，需要一定的协调与管理机制来减少国际贸易和金融中的摩擦，我们将采用狭义国际货币体系的概念。

20 世纪 80 年代中后期以金融全球化为背景的货币区域化格局开始形成。这种新格局大致有以下特征：一是全球化令人瞩目，区域汇率协调安排和货币区域化趋势抬头，欧元面世；二是美国经济保持了长周期的景气，尽管略有调整却不影响美元的全球霸主地位；三是区域危机频繁，过去 20 年间共有 98 个国家和地区爆发了 42 次金融危机（林捷瑞恩，1997）①。21 世纪“无体系”的体系可能以货币联盟的方式向新固定汇率制复归，而“金融稳定性三岛”（Three Island of Stability）则是其基本架构，并伴生欧、美、亚三大紧密货币合作区的雏形（Robert Mundell, 2000）②。

一、全球化背景下的货币联盟

全球化背景下，作为货币体系基础架构的货币联盟演进路径具有多种可能性，目前至少有单一货币联盟（Single Currency Moneraty Union）、多重货币

① 林捷瑞恩等. 银行稳健经营与宏观经济政策. 中国金融出版社，1997.

② Robert Mundell and Armand Clesse, *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System*, Kluwer Academic Publishers, 2000.

联盟（Mutiple-Currency Monetary Union）和主导货币区域化三种形式。

单一货币联盟具有透明性、节省信息和交易成本的优势，欧洲货币联盟即属此类；多重货币联盟则包括货币局安排（Currency Board）和平行货币制度（Parallel Currency System），可被视为向更为彻底的单一货币联盟发展的中间阶段；主导货币区域化，是类似美元的国别货币，在政府法定或者私人部门事实选择下，逐渐取得区域货币的地位。巧合的是，欧、亚、美可能各择其一。

第一，欧洲货币联盟属第一种演进路径，即单一货币联盟，欧元区的扩展前景极其广阔，但欧元俱乐部可能面临如何在稳定和扩展之间保持均衡的困难选择。

第二，北美货币联盟可能属第三种演进路径，即主导货币区域化，沿美元化或货币替代的方向行进。从中北美的货币合作来看，北美自由贸易区NAFTA内部，尤其是美加之间可能会形成和欧元分庭抗礼的“区域美元”，或者至少是一种以美元为核心的国家间汇率安排。从拉美国家的货币合作来看，美元化倾向非常明显。以阿根廷为例，美元化使其彻底损失本币发行、需求增长和存量利息这三项铸币税收入，美元化后阿根廷经济增长率可能提高2个百分点，大大超过铸币税损失。总体上美元化可能意味着美元将直接扮演世界货币，金融全球化的加速使得货币主权不局限于一国之内（萨奇，2001）①。

第三，未来亚元属第二种演进路径，即多种货币联盟，其演进分三个层次：一是建立区域内的危机解救机构，如亚洲货币基金AMF（Asian Monetary Fund）。二是建立类似欧洲汇率机制ERM的亚洲汇率联动机制AERM（Asian Exchange Rate Mechanism）。三是最终过渡到亚洲单一货币区ACA（Asian Currency Area），这又可以分为三种：一是以日元为核心建立亚洲单一货币区，但从20世纪80年代鼎盛时期的日元尚未能担当区域支柱货币的历史来看，目前以日元为支柱货币支撑亚洲单一货币区非常艰难；二是以人民币为核心建立亚洲单一货币区；三是模仿欧元的亚元联盟创立亚洲单一货币区，其实

① 萨奇．利率市场化与高利率关系的国际经验．国际金融研究，1996（1）．

质和以日元为核心创立亚洲单一货币区并无二致（吴福成，1999）①。

二、全球金融稳定性三岛

从历史沿革来看，国际货币体系经历了金本位制、金汇兑本位制、布雷顿森林的虚金本位制，到目前没有全球本位货币的“无体系”时代。浮动汇率制一度成为时尚，但各国汇率频繁波动对贸易和投资的全球化进程产生了负面影响，并使得投机性攻击成为可能。20世纪90年代频繁的区域金融危机表明：浮动汇率制的维持成本有趋升性，国际货币体系亟待变革。

21世纪，浮动汇率制可能会以货币联盟的方式向新固定汇率制重新复归，国际金融体系可能呈现以全球金融稳定性三岛为基本架构，并伴生欧、美、亚三大紧密货币合作区的雏形。美元、欧元和日元的演进是以既存的世界经济格局为基础的，目前美国、西欧和日本占了世界经济约60%的比重，欧美亚各自区域内都有高度的价格稳定性，因此把它们称之为“稳定性三岛”（Three Islands of Stability），在技术上并没有障碍，美元仍将作为先导货币（Pivot Currency），这是在世界各大经济区域间实行类固定汇率制的货币联盟，作为最终建立世界共同货币的过渡措施的基本构想。“金融稳定性三岛”仅仅是一种可能性，而从美元、欧元和日元彼此竞争的“动荡三角”，到欧元、泛美元和亚元彼此协调的“稳定三岛”，显然还有很长的道路。

---

① 吴福成. 欧元已上路，亚元何时跟进——亚洲货币整合面面观. 台湾经济研究，1999（3）.

第二节 次贷危机对国际金融体系的冲击

金融体系的百年变迁史同时也是百年危机史。我们把每次危机中国际金融体系受到的冲击分为危机前的失衡、危机中的失衡以及危机后的再平衡。次贷危机再一次对现有的国际货币体系带来了巨大的冲击。危机前，美国经常账户持续赤字，净对外负债不断增长，其他国家对美国经常账户赤字的可持续性和美元汇率的稳定性产生怀疑，带来了失衡；由于次贷危机的爆发与不断深化，美国政府动用了大量的财政与信贷资源用于救市，加剧了美国的债务负担以及美元贬值的可能性，进而造成了危机中的失衡。另一方面，次贷危机的爆发刺激了国际收支失衡的调整以及国际货币体系的演变，逐步实现危机后的再平衡。在未来的国际货币体系中，不断改革的 IMF 将继续扮演重要角色，美、欧、亚货币将替代美元共同扮演中心货币角色。

一、次贷危机发生前国际金融体系的特征

（一）美元仍是中心货币

在布雷顿森林体系瓦解后，美元延续了中心货币地位，依然是全球范围内最普遍使用的计价尺度、交易手段和储备货币。虽然 20 世纪 80 年代日元兴起，20 世纪 90 年代末欧元诞生，但是美元的地位没有被撼动。2007 年底的全球外汇储备中，美元资产占 64%，欧元资产占 26%，日元资产仅占 3%。当前的国际货币体系又被称为美元本位制（Dollar Standard）。

在美元本位制中，以美国为代表的发达国家位于体系的中心，以东亚国家为代表的新兴市场国家和以中东国家为代表的资源输出国位于体系的外围。东亚国家输出实体商品，中东国家输出资源，美国用美元购买商品与资源。东亚国家和中东国家获得了贸易顺差、积累了外汇储备、实现了出口导向的

经济增长，同时大部分外汇储备又以投资于美国金融资产的形式回流美国，压低了美国金融市场利率，使得美国消费者能够以较低价格消费实体商品与资源，甚至借债消费。由于美元本位制的中心国家与外围国家均从该体系的资源流动中获得了好处，导致交易不断扩大，从而加剧了国际收支失衡（张明，覃东海，2005）①。

（二）全球国际收支失衡

对于全球国际收支情况，我们主要关注两个方面：经常账户余额以及外汇储备规模。在经常账户方面，次贷危机发生前的几年，美国出现持续的经常账户赤字，而东亚国家和中东国家出现持续的经常账户盈余。衡量全球国际收支失衡的常用指标是世界各国经常账户余额绝对值之和占全球 GDP 的比、各国经常账户余额占本国 GDP 的比，以及各国经常项目余额占全球 GDP 的比。其中，第一个指标自 2002 年以来不断恶化，由 2000 年的 3.7%一路攀升至 2007 年的 5.7%，远远超过 1974 年石油危机后的 4.3% 的水平。2009 年，这一比例骤降至 4% 以下，但仍然高于历史水平，且 2010 年又开始了增长的势头（如图 10－1）。

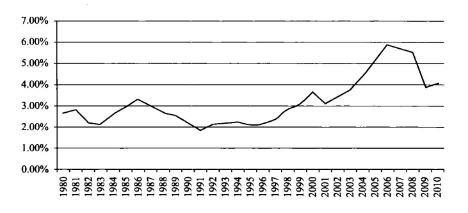


图 10－1　各国经常项目余额绝对总额占全球 GDP 的比例（%）

数据来源：IMF World Economic Outlook, Jan., 2011.

以第二个指标来衡量，截至 2008 年底，主要国家按国际收支失衡严重程

① 张明，覃东海. 国际货币体系演进的资源流动分析. 世界经济与政治，2005（12）.

度由高至低排序依次为：中东和北非（15.3%）、中东欧国家（－7.8%）、发展中亚洲国家（5.8%）、美国（－4.6%）与日本（3.2%）；2009年，各主要国家的国际收支状况都改善了，但是2010年又出现了扩大失衡的趋势（如图10－2）。而以第三个指标来排列收支失衡程度的话，结果为：美国（－1.1%）、发展中亚洲国家（0.7%）、中东和北非（0.56%）、日本（0.26%）与中东欧国家（－0.25%）、欧元区（－0.16%）（如图10－3）。可见，在次贷危机前，无论是处在体系中心的美国，还是东亚、中东等外围国家，都存在着严重的收支失衡。

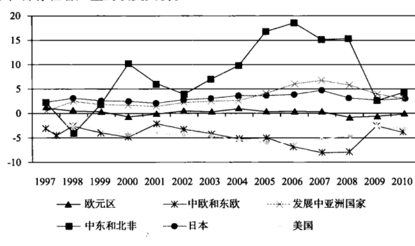


图10－2 各国经常项目余额占本国GDP的比例（%）

数据来源：IMF World Economic Outlook, Jan., 2011.

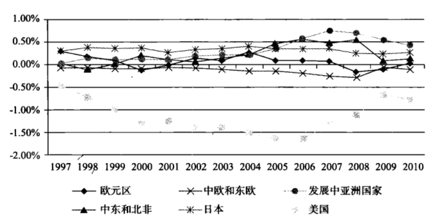


图10－3 各国经常项目余额占全球GDP的比例（%）

数据来源：IMF World Economic Outlook, Jan., 2011.

全球国际收支失衡的另一具体表现是全球范围内尤其是发展中国家的外汇储备的累积。1998－2009年，全球外汇储备由1.6万亿美元上升至8.1万亿美元，增长了400%；其中，金砖四国（即中国、俄罗斯、巴西及印度）储备总和达到3.307万亿美元，占全球储备比重42.3%，而G7国家只有1.24万亿美元。发展中国家外汇储备大量流回发达国家而带来的低利率是房地产泡沫产生的原因之一。

次贷危机前的失衡已经引起了学者的担忧，尤其是对于美元的地位持续性和汇率稳定性。一部分学者认为美元的中心地位会持续，理由是：由于外围国家出口的重要性远高于外汇储备的保值增值，即使美国持续的经常账户赤字导致美元贬值的风险不断积累，东亚等外围国家将持续为美国提供融资以促进本国出口（Dooley et al.，2003）①。另一种观点认为美元的中心地位不稳定，理由是：外围国家缺乏凝聚力，很难形成恰当的集体行动来保障体系的稳定性；面对欧元这一强手，美元退出的成本要低得多；美国政府对美元汇率和经常账户赤字采取“善意忽略”的态度（Eichengreen，2007）②。同时，在另一方面，考虑到美国对外债务的不断攀升，其他国家在思考是否应该相信美元汇率和美国国债会保持稳定。事实上，在2002－2007年间，美国在对外资产上获得的投资收益远远超过了美国向对外负债支付的收益，这种持续的净投资收益在很大程度上抵消了经常账户赤字对净对外负债的影响（Milesi-Ferretti，2008）③。

二、次贷危机对国际货币体系的冲击

次贷危机爆发之前，很多学者认为美国对外债务的不断累积引起的对美元汇率信心的损害会导致美元大幅贬值、长期利率攀升以及经济衰退。然而，当次贷危机真正发生的时候，市场参与者并未对美元汇率失去信心，而是对

① Dooley, M. P., D., Folkerts-Landau, and P. M., Garber, *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper No. W9971, September, 2003.

② Eichengreen, B., *Insurance Underwreter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?* Open Economies Review, Vol. 18, No. 1, pp: 27－52, 2007.

③ Milesi-Ferretti, G. M., *Fundamentals at Odds? The US Current Account Deficit and Dollar*, Economic Notes, Vol. 37, pp: 259－281, November, 2008.

美国金融市场和金融产品丧失了信心。危机一旦发生，整个金融体系受到来自多方面的冲击，失衡的表现和程度与人们的预测不尽相同，但结果是一样的——将全球经济拉入下降通道。

（一）次贷危机爆发的根源及特点

如前文分析的一样，新兴市场国家外汇储备资金的流入营造了美国金融市场的持续低利率环境，再加上美联储长期实行宽松的货币政策，使得房价上涨并形成了房价将会持续上涨的预期。证券化的发展使得金融机构将高风险的次级抵押贷款包装成低风险高收益的产品成为可能，监管的缺位使得影子银行系统在趋利动机下迅速扩张，形成了全球性的复杂的资金网络。当美联储货币政策逆转导致房价下跌后，次级抵押贷款违约率上升导致机构投资者出现初始账面亏损，被迫启动去杠杆化（Deleveraging）进程，抛售导致的更大亏损又启动了新一轮的去杠杆化，美国金融资产价格一落千丈，影子银行系统迅速坍塌。由于证券化衍生品几乎渗透到了金融市场的每个角落，整个金融体系面临着巨大的风险。

美国作为国际货币体系的中心国家，其危机会通过溢出效应影响到外围国家，从而形成全球范围内的系统性危机。相比之下，如果外围国家爆发危机，则基本是区域性的，不会波及全球，例如拉美债务危机和东亚金融危机。所以货币体系的中心国家应该承担起更多的责任，其本国金融体系的失衡将给全球金融体系带来巨大冲击。

（二）次贷危机的金融传播渠道

次贷危机从美国传递到欧洲有三条路径。一是欧洲的商业银行与美国的投资银行进行大量的衍生品交易，美国投资银行的倒闭使得欧洲商业银行面临巨大的交易对手风险（Counterparty Risk）；二是欧洲商业银行通过购买美国保险公司出售的信用违约互换（CDS）来规避资本充足要求，保险公司的倒闭导致欧洲商业银行暴露在资本金不足的风险中；三是短期货币市场上出现信心危机，欧洲商业银行的融资渠道被切断。欧洲商业银行无法抵挡住这三重叠加的冲击。

而国际资本的流动使次贷危机从美国传递到了新兴市场国家。长时间以来，金融衍生品在全球渗透使得流入新兴市场国家的资本带有杠杆化的先天特性，而美国连续几年的低利率也为新兴市场国家带来了套利性质的资金。

次贷危机爆发后，去杠杆化和利率套利的终结使得这两种资金流突然中止甚至逆转，对于经常账户赤字的拉美国家和中东欧国家来说，国际收支失衡变得更加严重。

（三）次贷危机对美元本位制的冲击

次贷危机爆发以来，美国财政部与美联储实施了极为宽松的财政、货币政策。无论是7000亿美元的问题资产救助计划（Troubled Assets Relief Program，TARP）、8190亿美元的经济刺激方案，还是美联储的各种创新信贷机制，最终都将引致美元汇率大幅贬值。

美国政府可以通过增税、增发国债和印制钞票来为财政融资。在经济陷入衰退之后，增税是不可行的。美国政府采用了增发国债作为主要融资方式。然而，一旦新增国债供给超过市场需求，新增国债的收益率将会显著上升，存量国债市场价值显著下跌，加剧美国金融市场长期利率的上升，切断美国政府增发国债的融资渠道。次贷危机爆发以来，除日本之外，其他主要的美国国债持有国依然在不断增持美国国债，大量资金流入市场，显著压低了美国国债的收益率（如图10－4），三个月国债收益率接近零的水平，十年期国债收益率跌至3%以下。然而，当危机逐渐减弱，金融市场开始反弹，投资者的注意力将重新回到美国国债脆弱的基本面上来，美国政府通过发行低息国债进行融资将难以维系。

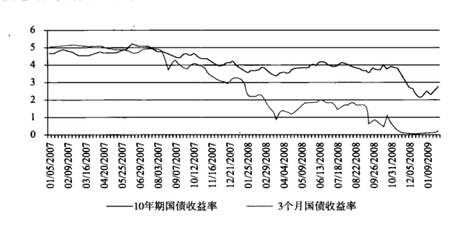


图10－4 美国国债收益率

资料来源：U. S. Department of the Treasury.

美国政府为财政融资的第三条途径是由美联储购买美国国债，这相当于印制钞票，必然导致美元发行过度和贬值压力。危机爆发以来，美联储通过多种方式向金融体系注入大量流动性，导致美联储的资产负债表规模迅速膨胀，资产质量显著下降。一旦发生不良贷款，美联储很可能遭受严重亏损。

综上所述，为应对次贷危机对美国金融市场与实体经济的冲击，美国财政部与美联储均积累了大量负债。当增发国债的融资渠道低效时，通胀和美元贬值似乎成为缓解债务负担的唯一途径。那么，持有大量美元储备的外围国家将遭受严重的资产损失。全球货币体系将持续动荡和失衡，美元的中心地位也难再维持。

三、危机后国际货币体系的再平衡

在美元本位制中，美国对外净负债的不断累积是其中心地位不确定性的重要来源。次贷危机的爆发与深化加剧了美国的债务负担和美元贬值的可能性，有可能加快国际收支失衡的调整以及国际货币体系的演变。

（一）全球国际收支失衡的再调节

目前，全球国际收支调整有三条可能的路径：一是顺差国集体升值；二是投资者突然大规模减持美元资产；三是各国就成本分担机制达成实质性协议，主动实施国内政策调整。考虑到全球经济的可持续增长，第三种路径是相对最理想的，但面临的政治阻力可能最大。

从短期来看，国际货币体系很难发生重大调整。尽管美国金融市场与实体经济在次贷危机中遭受重创，但其竞争对手欧元区、英国、日本等国也遭受了次贷危机的冲击，发展前景甚至比美国更差。全球没有哪个国家的货币能够取代美元，没有哪个国家的需求能够取代美国的需求。因此，国际货币体系在次贷危机结束后发生重大变化几乎不可能，甚至美元作为中心货币的地位被削弱的过程都是非常缓慢的。许多国家和投资者依然在积累美国国债，这说明次贷危机导致美元本位制全面崩溃的可能性很低。

从中长期来看，美元作为中心货币的地位将被逐渐削弱，欧元与亚洲货币的地位将会逐渐上升。美元独大的国际货币体系可能被美、欧、亚三种货



币共同充当全球储备货币的格局所取代，即美元本位制可能让位于“全球金融稳定性三岛”，这种多中心货币的构架更加符合全球多极化趋势（张明、覃东海，2005）①。东南亚金融危机催生了清迈协议这一双边性货币互换的制度性成果，次贷危机的爆发可能将东亚货币合作再向前推进一步。

（二）次贷危机对国际组织改革提出新的要求

21 世纪以来，国际货币基金组织（IMF）在国际货币体系中的地位日益衰落。近年来，新兴市场国家纷纷积累大量的外汇储备，以避免危机爆发时向 IMF 求助。外汇储备的累积造成对 IMF 贷款需求的下降以及 IMF 财政收入的恶化，IMF 贷款余额由 2003 年的 1102.9 亿美元下降至 2008 年的 177.2 亿美元。IMF 还面临来自新兴市场国家和贫困国家的指责，新兴市场国家认为在 IMF 中的份额不能反映其在全球经济中的相对地位，贫困国家认为 IMF 的份额体系对穷国有偏见。次贷危机爆发对 IMF 构成了新的挑战：一方面，尽管担负着对各国进行宏观监测的职能，IMF 却没能预测次贷危机的爆发；另一方面，IMF 仅 300 亿美元的年度贷款规模对于危机救援而言无异于杯水车薪。

危机以来，IMF 启动了一系列的改革以维系其在国际货币体系中的地位。其一，2010 年 11 月 IMF 通过了份额改革方案，中国得到了更大的话语权，投票权从 3.65% 升至 6.07%，从份额到投票权均为第三大成员。其二，IMF 推出了一系列新的贷款机制，以增强反应速度、将贷款与条件性脱钩，如紧急融资机制（Emergency Financing Mechanism，EFM），贷款可以在 48 ~ 72 个小时内得到批复；短期流动性贷款（Short-Term Liquidity Facility，SLF），没有任何政策条件性。其三，IMF 将更多的资源投入到对全球宏观经济与金融市场的多边监测上来，与负责全球金融市场微观监管的国际金融机构加强合作。其四，各国向 IMF 增资，增强 IMF 可用资源，2009 年 4 月召开的二十国集团伦敦峰会上，各国一致同意向 IMF 增资 5000 亿美元。如果 IMF 的改革能够落到实处，份额分配能真正反映全球经济相对比重，对全球宏观经济与金融市场进行适时监测并具有充足资金储备，那么 IMF 将在未来的国际货币体系中扮演更加重要的角色。

---

① 张明，覃东海．国际货币体系演进的资源流动分析．世界经济与政治，2005（12）．

第三节 发展中国家的债务危机

第二次世界大战以后，世界经济和政治秩序推倒重建。联合国、国际货币基金组织、世界银行、关税与贸易总协定等代表国际政治经济新秩序的国际机构相继成立，世界经济步入稳定、快速增长的黄金二十年。拉丁美洲和非洲等欠发达国家和地区的经济也取得了迅速增长。但是，这种全球经济快速增长趋势在20世纪70年代以后中断，布雷顿森林体系崩溃导致各国之间汇率大幅波动，石油危机引发主要国家出现经济滞胀和通货膨胀并存的现象。拉美国家在20世纪70年代普遍推行“赤字财政—负债增长”的发展战略，在20世纪80年代终于引发连续的债务危机，经济状况从此一蹶不振，许多发展中国家陷入了举新债还旧债的困境。债务问题最为严重的17个发展中国家的债务占整个发展中国家债务的40%左右，其中，负债最重的拉美国家，占发展中国家负债的35%，占GDP的60%，偿债率仅为40%。

一、20世纪80年代的墨西哥债务危机

20世纪70年代两次石油危机以后，OPEC成员国迅速积累起丰厚的石油美元，并且大量存入发达国家的国际银行，这些银行将贷款对象瞄向亚洲和拉丁美洲的新兴工业化国家（NICS）。

到1986年底，拉丁美洲国家未清偿的银行债务约为2000亿美元，其中，750亿美元是美国的银行债务，300亿美元是日本的银行债务，400亿美元是英国的银行债务，其他550亿美元分属德国、法国、加拿大、瑞士等国，此时美国所有银行机构对拉丁美洲国家的风险敞口占银行资本金的比例达到了

119%（Sachs，Huizinga 和 Shoven，1987）①。

（一）危机的爆发及其原因

1982 年 8 月，墨西哥政府宣布不能按期清偿 800 亿美元外债。随后，拉丁美洲一系列国家先后宣布无力清偿所欠外债，世界性的债务危机由此爆发。危机爆发之前，拉美国家的经济增长虽然表现善可，但严重的通货膨胀压力已长期存在。就债务危机的原因、机制和后果，经济学家们提供了各种解释和分析。IMF 等从这些国家的国内政策上寻找答案，包括过度扩张性的财政政策、汇率高估等；一些自由主义和结构主义的经济学家则从外部因素冲击方面考虑，比如工业化国家的增长下降、石油危机的冲击、贸易条件的改变以及国际金融市场融资环境的戏剧性改变等②。

墨西哥同许多发展中国家一样，工业化速度过快与薄弱的现实基础之间存在极大反差。一是发达国家国内生产和消费的萎缩以及大量石油美元的涌入为墨西哥带来了大量建设资金，政府把资金大都投入到周期长、见效慢的大型工程项目，而多数项目又不能按计划完成，致使墨西哥背上沉重的外债负担；二是发达国家为了应对 1979 年的经济危机，紧缩银根，国际利率提高，墨西哥资金大量外流；三是墨西哥出口初级产品的价格不断下跌，贸易保护主义升温带来贸易条件恶化，使得墨西哥蒙受巨大的经济损失；四是由于政府决策失误，在墨西哥大量采油待售时，国际油价暴跌，石油收入大幅下降，财政收入远不足以支付外债，偿债能力下降，导致经济衰退。

（二）应对措施

危机爆发初期（1982 - 1984 年），美国、日本等债权国政府、主要商业银行以及国际货币基金组织联合起来，共同制订了紧急救助计划：一方面继续为债务国提供流动性支持，并要求债务国提高税收、提高关税、货币贬值、降低政策财政开支等；另一方面对债务进行重组，主要是对债务进行展期。这些方案的基本出发点只是把这次债务危机看成暂时的流动性困难，没有提

① Sacks, Jeffrey, Harry Huizinga and John Shoven, *U. S. Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis*, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 1987, No. 2, pp: 555 - 606, 1987.

② Pastor, Manuel Jr., *Latin American, the Debt Crisis, and the International Monetary Fund*, Latin American Perspective, Vol. 16, No. 1, pp: 79 - 110, 1989.

出结构性政策调整要求，更没有任何债务减免①。

1985 年拉丁美洲的债务危机管理进入第二阶段的贝克计划（1985－1988 年），主要包括以下内容：第一，商业银行以至少每年 2.5% 的增长速度继续为 15 个重债务国提供贷款支持，即 3 年内 200 亿美元的信贷额度；第二，世界银行及其他发展银行为债务国提供更多多边贷款，包括 90 亿美元的急救包；第三，各债务国进行国内政策调整，采取有利于经济增长的改革措施，包括减税、私有化、降低关税壁垒、投资自由化等。总体而言，贝克计划并不成功，预期的资金支持并未到位，债务负担依然沉重，预期的经济状况改善也没有实现。

1989 年，美国提出以市场为基础的布雷迪计划。以墨西哥为例，政府与银行通过磋商方式提供菜单式重组方案：一是将贷款置换为 30 年的折扣债券，面值削减 35%，利率按 LIBOR 加 13%～16% 计算；二是将贷款置换为 30 年的等值债券，按低于市场利率的 6.25% 的固定利率进行债务偿付；三是保全原有债权，银行按市场利率在以后 4 年内提供原来风险债权总额 25% 的新增贷款。从墨西哥债务重组的结果看，49% 的银行选择了第一种方案，41% 的银行选择第二种方案，10% 的银行选择了第三种方案。在墨西哥之后，哥斯达黎加（1989 年）、委内瑞拉（1990 年）、乌拉圭（1991 年）、阿根廷（1992 年）和巴西（1992 年）也相继实施了债务重组的布雷迪计划。到 1994 年 5 月，共有 18 个国家通过该计划减免了 600 亿美元的债务。

二、发展中国家债务危机的新问题

（一）发展中国家主权债务的新特征

受 1980 年代债务危机影响，国际资本流动、容易贷款的时代戛然而止。1990 年代以来，国际资本重新涌入新兴市场国家。与前面不同，本次国际资本流动出现了三种结构性转变。

第一，发展中国家总的净资本流入中，私人资本取代官方资本占据了绝

① Sachs, Jeffrey and John Williamson, *Managing the LDC Debt Crisis*, Brookings Paper on Economic Activity, Vol. 1986, No. 2, pp: 397－440, 1986.

对主导地位。换言之，市场自我选择性质的资本流动取代了政府主导型的资本流动成为国际资本流向发展中国家的主流。

第二，FDI 取代银行贷款和官方资本成为发展中国家最重要的外部金融资源。换言之，具有股权性质的国际资本流动取代了具有债权性质的国际资本流动成为国际资本流向发展中国家的主流。

第三，债务融资结构中，债券发行取代商业银行贷款成为主要的融资方式，并且主权债融资活跃。换言之，直接融资方式取代了间接融资方式成为发展中国家举借外债的主流。

前两种结构性转变的主要原因是随着国际利率水平上升，商业贷款对发展中国家逐步缺少了吸引力；新兴市场国家逐渐放宽对私人资本流入特别是对 FDI 的流入限制，各种激励 FDI 流入的政策措施开始流行，国际分工在更加广泛的空间、更加细致的领域深入发展，除了发达国家之间的相互投资外，发达国家对发展中国家的直接投资也迅速增长。第三种结构性转变的主要原因是，随着国际金融市场特别是债券市场不断发展完善，商业贷款的条件越来越严厉而债券市场融资越来越便利。随着 2007 年次贷危机带来了全球性的金融危机，发展中国家债务危机的形式也主要表现为主权债务危机，危机的矛盾根源集中在虚拟经济与实体经济发展的关系上，不仅在短期内冲击全球经济，而且将给全球经济的长期发展带来深远的影响。

（二）主权债的连续拖欠问题

全球不断出现的主权债拖欠是促使新的主权债重组方案产生的最现实的驱动力。标准普尔从 1994 年开始对全球经过评级的和未经过评级的主权债发行人的拖欠行为进行跟踪调查，包括本币发行债券、外币发行债券和银行贷款拖欠方面的详细数据，而且不断对历史数据进行修正。20 世纪 70 年代开始，主权债的拖欠率从 2% 左右稳步上升，到 20 世纪 80 年代早期拉美债务危机爆发之前，拖欠率保持在 10% 左右。受拉美债务危机的影响，非洲地区也陷入主权债拖欠的旋涡之中。1990 年的主权债拖欠率迅速上升到 31% 的历史高峰，此后，主权债拖欠率不断稳步下降。近十多年来，主权债的信用质量已经从历史低谷中逐步得到了改善。

现在债务国面临的债务问题同历史上的债务国面临的问题非常类似，特别是某些地区、某些国家每隔一段时间以后，就要爆发一次严重的债务危机，

危机的爆发似乎也存在某种周期性的规律。例如，19 世纪 20 年代、19 世纪 70 年代、19 世纪 90 年代、19 世纪 30 年代以及 19 世纪 80 年代拉丁美洲债务危机的连续爆发；阿根廷从 1816 年宣布独立至今，已经出现了 7 次主权债拖欠行为；巴西在过去 200 多年的历史中甚至出现了 8 次债务拖欠行为；同期内，委内瑞拉出现了 10 次债务拖欠行为（Reinhart and Rogoff, 2008）①。1824－2001 年间，巴西和阿根廷大约 1/4 的时间都处于债务拖欠或债务重组之中，委内瑞拉和哥伦比亚约有 40% 的时间、墨西哥几乎一半的时间都处于债务拖欠或债务重组之中。

主权债的连续拖欠现象给我们一些有益的启示：第一，出现过主权债拖欠的国家，越有可能再次出现主权债拖欠，因为反复拖欠的惩罚成本降低，即便债务负担不是非常严重，各项债务指标看上去比较健康，也有可能出现债务拖欠行为；第二，宏观经济管理绩效与一国的债务拖欠表现密切相关，特别是对通货膨胀失去控制的国家最容易出现主权债拖欠的风险；第三，外汇储备在防范一国主权债拖欠上扮演了非常重要的角色，一国出现主权债拖欠之时，往往也是该国外汇储备严重不足之时。

（三）发展中国家债务危机的启示

从上述债务危机来看，有几个共同的特点：一是危机发生之前的经济增长速度较快；二是危机前一般都伴随着泡沫经济；三是汇率制度和币值是否合理影响着该国抵御外界冲击的能力；四是国际游资成为债务危机爆发的导火线。

探寻国外经济问题归根结底是要从中得到有益的启发。中国资本市场经过十几年的发展，在推动经济体制和社会资源分配方式变革以及建立现代企业制度等方面发挥了重要作用，然而我国资本市场政府参与度大，监管体制落后，法律体系不健全，难免在发展的过程中脱离实体经济，滋生以投机为主的虚拟经济，形成经济泡沫。金融部门应从以下几方面加强对货币供给量的控制，引导资金向实体经济转移，促进虚拟经济与实体经济的协调发展。

第一，逐步规范金融市场。虚拟经济的发展依托金融市场，金融市场的

① Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper, No. 13882, March, 2008.

发展受实体经济和金融总体进程制约，虚拟经济与实体经济的协调发展要求金融市场体系按照社会主义市场经济的发展有序开放，完善基础金融市场，确保基础资产的质量。加强同业拆借、票据、外汇、股票债券市场的规范建设；加速金融市场的立法，提高上市公司质量，加强信息披露和市场透明度，规范证券交易，在发展中逐步完善金融市场。

第二，增强宏观调控有效性。宏观调控部门需要努力调节全社会资源总量，通过货币政策和财政政策协调配合，有效调节社会的均衡发展，增强实体经济发展动力，以实体经济的发展带动虚拟经济发展。

第三，加强金融监管。加强金融监管不仅要加强金融监管部门的协作配合，健全虚拟经济的运行规则，还要加强对虚拟经济的监测和预警，建立以可承受虚拟程度系数为主要指标的虚拟经济预警系统，如信贷风险预警机制，严格控制贷款质量，对银行贷款进行贷前审查和贷后监督，控制贷款发放质量，尽可能避免虚拟经济的波动给实体经济造成破坏。

第四节　建立国际金融新秩序——一次探索

一、汇率制度与国际储备货币体系的改革思路及策略

美元作为世界统一结算货币，曾经维持了全球贸易的秩序，并带来了世界经济的空前发展。但是，美元脱离金本位、成为纯粹的信用货币以来，世界并没有进入多极化货币时代，美国依然拥有货币霸权，并实际掌控着世界经济命脉。尽管美元的国际货币地位目前不会动摇，但并不意味着国际货币体系的改革不能进行。我们需要研究和讨论如何对美元加以制约，把目前国际货币体系中对美元的软约束转化为“准硬约束”。

（一）构建和推进汇率制度安排，约束关键货币间汇率的肆意波动

由于各国都希望汇率稳定以避免经济动荡，并能够自主决定货币政策来调控经济的发展，同时希望资本自由流动，有助于国际贸易、对外投资和其他国际商业活动的展开，因此在国际货币体系的几个可取目标，即固定汇率、货币政策独立性和资本流动的基础上设计一个稳定的、政治上可接受的国际货币体系难上加难。

我们已分析采用浮动汇率制的成本与收益，而大多数发展中国家为避免受到越来越大规模的外汇资金冲击，都相继选择了钉住汇率制度来稳定经济，一些国家甚至彻底实行了美元化。不管采取何种方式稳定汇率，都需要该国拥有大量的国际货币储备来干预外汇市场，美元就成为各国最主要的外汇储备资产。因此，纵然美元相对世界其他主要货币持续贬值，各国所累积的美元资产却几乎直线攀升。

各国特别是货币大国之间改变汇率制度完全自由浮动的现状，将其置于一定协议管理之下，显然是限制美元霸权的一个重要措施。根据汇率协议安



排，主要国家间定期就汇率关系进行对话，达成汇率意向，按照固定的、预先宣布的定量指标允许但不强迫各国在外汇市场进行必要的调整和干预。由于对各国的货币政策施加了外部限制，一旦美元过度发行，美元贬值触及下限，美联储就会抛出外汇回购美元，而世界其他国家央行则会进行抛售美元回购本币的逆向操作，从而使主要国家货币汇率重新回到平衡。汇率协议安排为汇率重新制定了制度性规则，维护了汇率的相对稳定，同时又避免了固定汇率所带来的价格扭曲，从而降低了国际贸易和投资的汇率风险以及国际流动资本过度投机所带来的汇率大幅震荡。

（二）设置投资替代账户，加强外汇储备多元化

20世纪90年代以来，以发展中国家的外汇储备迅速增加为中心，全球外汇储备空前增大，其中65%左右为美元储备。如此大量的美元游离于各国国民经济之外，有力推进了各国政府对美国国债的投资，确保美元向美国的大量回流，美国既可以借此支付对外贸易逆差或经常收支逆差，又能够在减税的情况下扩大财政支出，从而既确保了对外支付又减少了美元印钞的数量，对维护美元地位的稳定具有非同寻常的意义。

假设各国外汇储备投资能够实现多样化，使储备资产积累和美国的经常项目逆差相分离，就会迫使美国在美元回流减少的情况下，不得不通过提高债券利率或增发美元为贸易赤字进行融资，这些措施都将对美国经济和美元的国际货币地位产生负面影响，因此有利于约束美元超发。然而，外汇资产若大量远离美元，投资于其他国际货币之中，尽管可以起到约束美元的作用，但是欧元、英镑、日元等国际货币却会因需求增加而大幅升值，从而产生新的不平衡，冲击这些国家和地区的经济发展，导致全球经济增长减速。

既能够起到约束美元，又不至于给世界经济带来新的不平衡，可以通过IMF设立外汇资产的投资替代账户，发行SDR或者以SDR为主的债务凭证。使用替代账户的会员国可以用美元或其他国际货币购买替代账户的债务凭证，获得相应债权。IMF则利用替代账户获得的美元等国际货币进行再投资，所获收益用于支付会员国的债权利息。由于替代账户为各国的外汇储备提供了新的投资渠道，缩小了美元回流的规模和速度，同时又避免了主要货币间汇率的大幅波动，因此对约束美元超发，稳定国际金融秩序具有重要作用。

二、国际金融多边机构的改革与调整

金融危机的爆发始于发达国家，随后在全球形成集中爆发趋势，暴露了当前国际金融体系的种种弊端，以及国际金融多边机构存在的诸多问题。因此，在经济衰退和金融危机背景下，国际金融多边机构的改革与调整成为世界各国普遍关心的问题。

（一）投票权与份额调整

当代国际金融体系和金融秩序不仅仅是简单的国际金融问题，而是包括经济、政治、社会、文化、国际交往和国际贸易等综合性的系统问题。仅从国际金融体系框架的制度形式看，许多机制相互交叉和重叠，涉及面十分宽泛，因此国际金融多边机构的改革与调整应从结构和不同属性的互动关系出发，而投票权和份额分配调整首当其冲。全球金融危机爆发以来，各界对国际金融多边机构提出了各种批评与质疑，包括对其权益分配不合理、不公平的指责，投票权和份额分配的调整也由此展开。

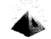
2009 年 9 月二十国集团（G20）匹斯堡峰会上，决定增加新兴市场与发展中国家 3% 的世行投票权和 5% 的 IMF 份额，但这一调整幅度并不大，并未从根本上改变国际金融体系的基本格局。2010 年 11 月，IMF 批准份额调整，中国的影响力升至第三，有效增加了发展中国家在国际金融机构中的发言权与投票权，提升了新兴经济体和发展中国家干预国际金融多边机构的力度。

（二）全球失衡与“参考性指南”

金融危机之后，各国进行了史无前例的合作来打破全球经济大幅下降的局面，建立复苏和再次增长的基础。进入 2010 年，形势发生了变化，由努力寻求全球解决方案转变为因不均匀的增长和日益拉大的失衡而各行其是，逐步放弃宏观经济政策的国际协调与合作。而不协调的政策行动只会给各方带来更糟糕的结果，货币纷争更加激烈，全球金融市场稳定和经济发展的不确定性和复杂性进一步增强。这一全球失衡问题成为目前国际金融体系改革面对的难中之难。

1. 二十国集团（G20）机制的形成

1999 年 9 月，八国集团（G8）在华盛顿财长会上宣布成立由欧盟、布雷



顿森林机构和19国财长央行长组成的二十国集团（G20），标志着G20的正式诞生。1999年12月，第一次G20国际经济合作非正式论坛会议在柏林举行，G20正式成为世界主要经济体共商国际经济金融问题的协调机制。但在2008年之前，作为一种非正式对话机制，它的影响力和作用有限。当金融危机将全球经济带入20世纪30年代以来最严重的经济危机之中，发达国家意识到仅靠原有的八国集团协调机制无法解决本次的经济危机，需要建立能够反映当前经济格局变化的、涵盖世界主要经济体的新的国际经济协调机制。于是，以美国为首的西方大国决定以G20非正式论坛为基础，召开由G20领导人参加的全球金融经济峰会，共同商讨刺激经济增长、改革金融体系等问题。

从2008年11月起的两年间，G20举办了5次领导人峰会，围绕全球经济刺激方案、增资国际货币基金组织、加强金融监管、改革国际金融体系、反对贸易保护主义、帮助贫困国家而展开，经过艰苦的磋商和协调，与会各方达成多项共识和决定，对全球经济形势产生了重要影响。G20也从边缘位置逐渐走向中心。如果说2009年4月的伦敦峰会是金融危机的重要转折点，那么同年9月的匹兹堡峰会则标志着危机后全球经济新秩序的诞生。以中国为代表的新兴经济体开始在全球经济治理中发挥更大影响力。

2. 全球失衡的表现及影响

2010年6月的多伦多峰会确定了增长的主基调，然而希腊危机的爆发以及进而引发的欧元区主权债务危机，使得国际金融市场出现动荡，美联储推出第二轮量化宽松货币政策引发了国际社会对全球失衡的再次关注。

如果以世界主要地区的经常项目账户头寸的绝对总量占世界GDP的比例来衡量全球失衡，那么2008年达到了“二战”后的最高点。2009年这一指标下降了约一半，这主要是国际贸易崩溃的机械性结果。到了2010年，这一指标又开始回升。

全球失衡不完全是坏事，只要它们反映了增长的金融整合和更有效的全球储蓄的跨国分配。但是过往的经验告诉我们，伴随着扩大的全球失衡而来的经常项目账户的逆转可能是相当大的（de Mello and Padoan, 2010）。相关的资本流的破坏性运动会给全球复苏带来风险，而目前全球复苏的情况并不乐观，在不同的国家和地区间仍然是不确定的和不均衡的。

由于美国在2009年3月起进行的流动性注入对经济刺激的效果不够明显，2010年11月美国政府又推出了第二轮量化宽松货币政策。量化宽松最直接的影响就是强大的资本流动和非美货币升值压力。美元快速贬值将对中国等经济复苏较快的新兴经济体国家构成严重的输入型通胀压力，并且为了应对可能出现的热钱涌入及通胀走高，新兴国家只得被动采用加息、资本管制等手段来抵御可能出现的冲击。

3. G20首尔峰会成果

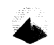
外部失衡问题成为2010年11月11日召开的首尔G20峰会的主要议题之一。IMF向G20多伦多峰会和首尔峰会提交了两份报告（G20 2010a, 2010b），定量分析了各国宏观经济政策对真实GDP增长率、失业率、实际有效汇率、经常账户余额和财政余额等关键指标的影响，认为尽管存在一定下行风险，G20经济增长目标大体能满足，但“外部再平衡”方面进展有限，各国经常账户失衡可能扩大到金融危机前的水平。为此，G20提出制定一些“参考性指南”以评估持续、大规模的“外部失衡”，其中包括一系列指标（G20 2010c）。

G20首尔峰会主要做出了如下承诺：

一是宏观经济政策。运用宏观经济政策，包括必要的财政整固（fiscal consolidation）来确保正在出现的复苏和可持续增长，并加强金融市场的稳定，尤其要向着由市场决定的汇率体系靠近，增强汇率灵活性，反映潜在的经济基本面，避免竞争性的货币贬值；包括国际储备货币发行国在内的发达经济体承诺对汇率过度波动和无序变化保持警惕，以减轻部分新兴市场国家面临的资本流动过度波动风险。

二是结构改革。推进一系列结构性改革来推动和维持全球需求，创造更多的工作岗位，增加潜在增长。

三是促进外部可持续性。强化“相互评估程序”（Mutual Assessment Process, MAP）来促进外部可持续性，采取所有可以减轻外部不平衡和维持经常账户不平衡在可维持水平的政策。MAP将考虑到不同国家和地区的经济状况，并且加入将由各国财长和央行行长通过的参考性指南，来对持续的巨大失衡的特点和阻碍失衡减小的原因进行评估。这些参考性指南由一系列指标组成，将能够及时查明那些需要采取预防和纠正措施的大规模失衡。为了实



现之一承诺，G20 的框架工作组将在 IMF 和其他国际组织的技术支持下开发这些指示性指南，并将在 2011 上半年由财长和央行行长讨论；并且，在韩国庆州会议上，财长和央行行长们号召 IMF 提供对外部持续性和财政、货币、金融业、结构、汇率以及其他政策的进程的评估，并作为相互评估的一部分。基于所谓的参考性指南的第一个评估将在法国任轮值主席国时开始着手进行。

四是 IMF 改革。一个现代化的 IMF 将更多地代表动态新兴市场和发展中国家，更好地反映世界经济的变化。配额和治理结构改革将提高 IMF 的合法性、可信性和有效性，使它成为一个更有力地促进全球金融稳定和增长的机构。IMF 对包括新兴国家在内的代表性不足的国家转移 6% 以上份额。G20 对 IMF 改善贷款制度和至今获得的成果表示肯定。

另外，首尔峰会的决议表明各国同意在宏观审慎政策框架方面做更多的工作；更好地反映新兴市场经济在金融监管改革中的特点；加强对影子银行的监管；更好地监管衍生品市场；提高市场的完整性和有效性，加强对消费者的保护；完成 IMF 和世界银行未完成的管理改革；建立一个更稳定和有弹性的国际货币体系，包括进一步强化全球金融安全网。并且还将在待商定的参考性指南的基础上拓展相互评价程序。

4. 巴黎会议与“参考性指南”一揽子指标

2011 年 2 月，二十国集团财长和央行行长会议在巴黎召开。会议最重要的成果是就衡量经济过度失衡的参考性指南中的一揽子指标达成一致，并同意通过加强多边合作来缩减经济过度失衡，最终实现全球经济强劲、可持续、平衡增长。这一失衡的指标协议的达成反映出后危机时代发达经济体和发展中经济体的利益分化和政策取向差异问题，也为中国的经济转型进一步施加了外部压力。

在本次会议的联合声明中，与会各方同意选取财政赤字和政府债务、私人储蓄率和私人债务、贸易账户和净投资收益与转移账户作为衡量经济过度失衡的指标，同时充分考虑汇率、财政和货币政策。这套指标在全球范围内考虑到了不同经济增长及不同的增长和发展路径所面临的不同风险，并试图监控并降低不同发展路径导致的外部不平衡以及这种不平衡给全球经济增长所带来的实际和潜在风险。但是这些指标并不具有强制性的约束力。

与会各方仅同意选取一揽子指标来衡量失衡，但还未就这些指标设定具

体指导线，只有指标名称，没有指标定值或定值方法。在2010年韩国G20财长、央行行长会议上美国提出外部失衡的指导线是经常账户差额不超过GDP的4%，但未被接受。这次巴黎G20财长、央行行长会议将经常账户分解为贸易账户和净投资收益与转移账户，比合计的经常账户在指标设计上更细化了，但还未给出具体的上限数值。

这个方案虽然具有现实可行性，但执行起来难度也很大。这次达成的只是一个具有指导性的基本共识，接下来还需要各国按照自身的国情，制定自己的指标和方案，具体还要再看4月份会议上的进一步讨论和评估。

事实上，此次选择和确定的这些指标已经是与会各方妥协和让步的结果，在未来设及明确指导线时一定会更加困难重重。由于关系到贸易顺差国和逆差国，高储蓄国家和过度消费国家，高债务和高国外资产国家以及目前财政、货币政策差异明显的主要经济体，不同国家有自己的核心利益、困难和政策效率，对上述指标定值或定值方法将有不同的考虑。

5. “参考性指南”的理论框架

目前G20和IMF还未就参考性指南的一系列指标的定量规则作出决定。而在国际经济学领域，已有数个理论模型正确证明了国与国之间的一些经济变量的关系，特别是关于贸易、汇率、利率、外汇储备、信贷增加量。

(1) Polak模型

经查阅IMF有关研究资料库，“参考性指南”可能采用的分析框架是IMF国际收支的货币分析法或Polak模型。可以考虑构建了一个基于蒙代尔-弗莱明模型和Polak模型的分析框架来说明：为削减经常账户盈余，汇率升值、结构性调整以及提高社会保障支出、降低居民预防性储蓄动机等政策工具有多大效果，不同政策选择对经济增长、货币供应、国内信贷增长、外汇储备和财政状况等的影响有多大。

Polak模型的简单形式由四个等式组成：

$$\begin{cases} M_t = mY_t \qquad 0<m<1 & (1) \\ Y_t = \dfrac{1}{k}MO_t \qquad 0<k<1 & (2) \\ MO_t = \Delta NFA_t + \Delta NDC_t + MO_{t-1} & (3) \\ \Delta NFA_t = X_t - M_t + CM_t & (4) \end{cases}$$

（1）是货币供应增量与 GNP 增量成正比；（2）是进口与 GNP 成正比；（3）是货币供应增量 = 外汇储备增量 + 国内信贷扩张，其中国内信贷扩张有三部分：商业投资（扣掉内源融资和股票债券融资）、银行信贷支持的消费支出、银行系统为财政赤字融资；（4）是外汇储备增量 = 出口 - 进口 + 非银行系统的净资本流入，其中出口减进口就是经常账户余额，非银行系统的流资本流入相当于资本账户、非储备金融项目和统计误差之和（Krugman and Obstfeld，2003）。

Polak 模型中，政府可以调控出口、非银行系统的净资本流入和国内信贷扩张，以达到影响进口、GNP、货币供应和外汇储备的目的。Polak 模型设计时处于布雷顿森林体系，浮动汇率制并不常见，但 Polak（1997）认为加入汇率不需对模型做大改动。

Polak 模型是 IMF 评估贷款国的宏观经济政策能否改善国际收支、决定是否给予贷款以及贷款条件的重要依据，比如估计要在一定程度上改善国际收支，国内信贷扩张不能超过多少，外汇储备不能低于多少。根据 Jacques J. Polak 论述，即使在货币主义、理性预期等宏观经济学思潮冲击下，Polak 模型仍保持了很强的生命力，至今仍是 IMF 内部模型的基础。Boughton（2004）列举了对 IMF 影响最大的 10 个思想，Polak 模型排在第二位（依次是凯恩斯宏观经济学、Polak 模型、开放经济宏观模型、货币主义、浮动汇率、供给面宏观经济学、新古典经济学、“静悄悄的革命”、华盛顿共识和通胀目标制）。

（2）基于蒙代尔 - 弗莱明模型和 Polak 模型的分析框架

假设完美资本流动和固定汇率。汇率用直接标价法，即一单位外币折合成多少本币。

计划总支出是：

$$E_t = C(Y_t - T_t) + I(i_t - \pi_t^e) + G_t + EX\left(\frac{\varepsilon_t P_t^*}{P_t}\right) - IM\left(\frac{\varepsilon_t P_t^*}{P_t}, Y_t - T_t\right) \quad (5)$$

其中 C 是消费，I 是投资，G 是财政支出，EX 是出口，IM 是进口，T 是税收，$Y - T$ 是可支配收入，i 是本国利率，π^e 是本国通胀预期，P^* 是外国物价水平，P 是本国物价水平，ε 是名义汇率，$\frac{\varepsilon P^*}{P}$ 是实际汇率（用两国价格水平对名义汇率进行调整后的汇率）。因为假设外国的可支配收入不变，出口函数仅是实际汇率的函数。Polak 模型关于进口的第二个等式可视为式（5）中进口函

数的线性近似。

计划总支出函数满足：

$$0 < \frac{\partial E}{\partial Y} < 1, \frac{\partial E}{\partial (i - \pi^e)} < 0, \frac{\partial E}{\partial G} > 0, \frac{\partial E}{\partial T} < 0, \frac{\partial EX}{\partial \left(\frac{\varepsilon P^*}{P}\right)} > 0, \frac{\partial IM}{\partial \left(\frac{\varepsilon P^*}{P}\right)} < 0 \tag{6}$$

在完美资本流动和固定汇率假设下，国内利率水平等于外国利率水平，名义汇率固定在 $\bar{\varepsilon}$，即

$$i_t = i_t^*, \varepsilon_t = \bar{\varepsilon} \tag{7}$$

其中 i^* 是外国利率。

商品市场均衡的条件是计划总支出 = 实际总支出 = GNP：

$$E_t = Y_t \tag{8}$$

由（5）－（8）得到 IS 曲线：

$$Y_t = C(Y_t - T_t) + I(i_t^* - \pi_t^e) + G_t + EX\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}\right) - IM\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}, Y_t - T_t\right) \tag{9}$$

或将总产出表示成外生变量的函数

$$Y_t = f(\bar{\varepsilon}, G_t, T_t, P_t, P_t^*, i_t^*, \pi_t^e) \tag{10}$$

固定汇率下，中央银行进行外汇干预以固定汇率时，必定会自动地调整国内货币供应以使得货币市场均衡维持在 t 的水平上。从而货币市场均衡决定的 LM 曲线为：

$$M_t = P_t L(i_t^*, Y_t) \tag{11}$$

其中 L 是对实际货币的需求。

由式（11）得到货币供应增量：

$$\Delta M_t = M_t - M_{t-1} \tag{12}$$

Polak 模型关于货币供应增量的第一个等式可视为式（12）的线性近似形式。

结合 Polak 模型关于外汇储备增量的第四个等式，外汇储备增量为：

$$\Delta R_t = EX\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}\right) - IM\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}, Y_t - T_t\right) + K_t \tag{13}$$

其中 $CA = EX - IM$ 为经常账户余额，K 为非银行系统的净资本流入。

结合 Polak 模型关于货币供应增量的第三个等式，国内信贷扩张为：

$$\Delta D_t = \Delta M_t - \Delta R_t \tag{14}$$

另外，政府财政余额为：

$$FB_t = G_t - T_t \tag{15}$$

不考虑利息支出的影响，政府债务水平的变化是：

$$\Delta GD_t = FB_t \tag{16}$$

综上所述，模型的核心是下面这组方程：

$$Y_t = f(\bar{\varepsilon}, G_t, T_t, P_t, P_t^*, i_t^*, \pi_t^e) \qquad \text{（均衡产出）}$$

$$M_t = P_t L(i_t^*, Y_t) \qquad \text{（货币供应）}$$

$$\Delta R_t = EX\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}\right) - IM\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}, Y_t - T_t\right) + K_t \qquad \text{（外汇储备增量）}$$

$$\Delta D_t = M_t - M_{t-1} - \Delta R_t \qquad \text{（国内信贷扩张）}$$

反映内部和外部平衡的三个指标是：

$$CA_t = EX\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}\right) - IM\left(\frac{\bar{\varepsilon} P_t^*}{P_t}, Y_t - T_t\right) \qquad \text{（经常账户余额）}$$

$$FB_t = G_t - T_t \qquad \text{（财政余额或赤字）}$$

$$\Delta GD_t = FB_t \qquad \text{（政府债务水平变化）}$$

在这个分析框架中，外部失衡主要用财政赤字、政府债务和经常账户余额三个指标来衡量。而2011年2月G20财长和央行行长会议确定的经济过度失衡指标包括财政赤字和政府债务、私人储蓄率和私人债务、贸易账户和净投资收益与转移账户。可见，基于蒙代尔－弗莱明模型和Polak模型的这一分析框架还有待完善。另外，由于首尔峰会中提出了要增强汇率的灵活性，那么上述分析框架的固定汇率的假设将不再适用。在2011年4月的财长和央行行长会议中就参考性指南的技术性问题达成共识，细化指标，确定数量规则。

G20作为新的全球经济治理核心，被赋予了建立和协调“全新的国际经济秩序”的自然期待。但发达国家之间、发达国家与新兴经济体之间，经济利益诉求不同，它们之间的抗衡、博弈、争论在所难免。争论中求共识，博弈中谋前进，一向是发展的必由之路。未来，国际多边机构将在全球经济和金融稳定的进程中扮演更重要的角色，需要各国政府加强合作与沟通，努力寻找协调与合作的利益平衡点，更高效地达成有力共识，促进国际金融体系的稳定和发展。

三、人民币的国际化

与继续由美元充当全球储备货币以及在 SDR 的基础上创建超主权储备货币相比，更加现实与更加合理的国际货币体系演进方向，可能是国际储备货币的多极化。在未来的国际货币体系下，可能出现美元、欧元与某种亚洲货币（它既可能是人民币，也可能是亚洲主要货币组成的一个货币篮）三足鼎立的局面，即 Mundell 所描绘的“全球金融稳定性三岛”①。伴随着人民币国际化进程以及东亚货币金融合作进程的加速，人民币或者人民币在其中扮演着重要角色的某种亚洲货币篮将在东亚区域成为广泛使用的国际性货币。美元、欧元与亚洲货币之间最初实施汇率自由浮动，等时机成熟后，三大货币区之间改用固定汇率连接，这最终就构成了全球统一货币的雏形。

目前人民币的国际化主要体现在周边国家边贸、旅游和其他经济交往中，境外非居民对人民币广泛接受，并在境外形成了一定规模的人民币流量和存量。要推动人民币国际化，首先要从人民币在周边国家的国际化开始推进。

第一，目前已经形成了一个富有效率的人民币离岸市场，香港是离岸市场的中心，新加坡和曼谷扮演着次区域中心的角色。今后我们要推动香港资本市场的上市公司运用人民币 IPO，在港发行人民币的主权债、金融债和高信用等级企业债，使得香港真正成为人民币的离岸中心。2010 年香港金融管理局放宽在港发行人民币债券限制，允许香港及海外企业、金融机构在港发行人民币债券，以往规模很小的人民币计价债券越来越受香港投资者热捧。同时，允许内地居民在香港进行金融投资，并强化沪港两地资本市场的融合，使得流向香港的人民币，在汇流到香港本地银行之后，具备较为丰富的人民币资金投资渠道，有效增强香港本地银行参与人民币业务的积极性，并降低在港人民币通过外资银行、中银香港或者地下钱庄，向内地进一步回流的动力和风险。

第二，在人民币流通量比较大的国家，如新加坡、越南等国，模仿中银

① Mundell, Robert, *A Reconsideration of the 20th Century*, American Economic Review, pp: 327 - 331, June, 2000.

香港在香港的清结算代理功能，安排中国银行胡志明分行和新加坡分行对本地银行和外资银行的人民币存款提供转存安排，使得这些国家银行系统持有的人民币具备一定的收益性，鼓励本地银行广泛受理人民币业务，减少人民币的被动回流，有助于利用人民币相对于美元平稳升值的战略机遇期，在东南亚平稳推进人民币国际化战略。

第三，对于海外汇入境内的汇款，央行给予一定的结汇头寸；同时允许中资银行海外分行在境外展开人民币现钞汇兑业务。如果央行允许中资银行境外机构提供人民币现钞兑换为美元的汇兑服务，那么境外企业和个人持有人民币的信心将大为增强，离岸人民币汇价的决定权也会从汇款中心向中资银行海外机构转移。

第四，以跨境贸易的人民币结算为突破口，提升人民币在计价、结算、投资、储备等领域的地位。人民币信用卡在全球的广泛发行和受理，是人民币电子货币向海外输出的重要途径，我国应通过商业机构的股权投资，介入和引导周边国家的个人支付和清算体系，将中国银联一分为二，一部分成为中国银联（Unionpay China），负责银行卡在境内市场的转接和受理，另一部分成为银联国际（Unionpay International），负责银联卡在国际的发卡、转接和受理。同时，中国应继续推进贸易的自由化和资本项目的自由化，在资本跨境自由流动方面做进一步努力，促进贸易、投资的便利和资源的有效配置。

目前人民币国际化首先就是由目前的准周边化发展为正式周边化，以人民币作为贸易结算货币，为出口企业打开更大空间；二是扩大人民币在境外直接挂牌交易的范围，便利双方企业筹集对方货币的支付，缓解贸易支付对流动性的需求；三是进一步扩大境外人民币贷款，积累人民币债权，争取人民币计价，逐渐使人民币成为计价货币，最终向储备货币转化。

主要参考文献

[1] Boughton, James M., *The IMF and the Force of History: Ten Events and Ten Ideas That Have Shaped the Institution*, IMF Working Paper WP/04/75, 2004.

[2] Dooley, M. P., D., Folkerts-Landau, and P. M., Garber, *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper No. W9971, September, 2003.

[3] Eichengreen, B. , *Insurance Underwreter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?* Open Economies Review, Vol. 18, No. 1, pp: 27 -52, 2007.

[4] Luiz de Mello and Pier Carlo Padoan, *Are Global Imbalances Sustainable?: Post-Crisis Scenarios*, OECD Economics Department Working Papers 795, OECD Publishing, 2010.

[5] Milesi-Ferretti, G. M. , *Fundamentals at Odds?* The US Current Account Deficit and Dollar, Economic Notes, Vol. 37, pp: 259 -281, November, 2008.

[6] Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, NBER Working Paper, No. 13882, March, 2008.

[7] Robert Mundell and Armand Clesse, *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System*, Kluwer Academic Publishers, 2000.

[8] 张明. 次贷危机的传导机制. 国际经济评论, 2008 (5).

[9] 张明, 覃东海. 国际货币体系演进的资源流动分析. 世界经济与政治, 2005 (12).

附件一

后危机时代对有效市场理论的反思

全球金融危机再一次证明市场不是万能的，同时也再一次对有效市场假说提出了挑战。20世纪70年代以来，有效市场理论在质疑声中不断发展，产生了诸多学派及理论，金融异象的出现以及几次重大的金融事件也不断推动着对有效市场理论的思考。本章在梳理了有效市场理论受到的质疑和发展状况的基础上，通过对经典文献的总结，结合本次危机暴露的金融体系的问题，从理论本身以及实证研究结果等方面对有效市场理论进行反思，得出一些对市场参与者和监管者有意义的启示。

第一节　次贷危机前的有效市场理论——质疑中发展

对于有效市场的研究，最早可以追溯到20世纪初。Bachelier（1900）首次提出并检验股票价格的变化服从随机游走，以及有效市场和公平游戏等概念。有效市场理论（Efficient Markets Theory，EMT）的正式确立是以Fama

(1970) 阐述的有效市场假说[1]为标志，将市场有效划分为三个层次——弱式有效、半强式有效和强式有效。Fama 在 1991 年对检验市场有效性的内涵进行了修正，将弱式检验调整为收益可预测性检验，涉及更多变量；将半强式检验改称为事件研究，强式检验改称为私有信息检验，检验范围均不变[2]。新的内涵完善了有效市场理论的理论框架，也使其真正成为现代金融理论的经典内容之一。

一、对于有效市场理论的质疑

20 世纪 70 年代的实证研究集中于验证市场是否弱式有效，学术界文献和实业界事实大多支持了有效市场假说。后续的实证研究更多地转向检验市场半强式或强式有效，此后逐渐发现的很多违背有效市场理论的现象，被称为“市场异象”。20 世纪 80 年代进入有效市场理论大讨论的时代，三个层次的市场有效性均受到质疑。虽然 Fama（1991）[3] 对三个层次有效市场内涵的调整在一定程度上维护了有效市场理论，但 20 世纪 90 年代以来新的异象，特别是长期收益异象，对新定义提出了挑战。

第一，收益具有长期反转效应[4]和短期动量效应[5]，表明历史信息具有预示作用，证券价格存在可预测性，弱式有效性受到怀疑。

第二，周一效应、小盘股效应、一月效应、假日效应被陆续发现，表明现有公开信息具有预测能力，拒绝了半强式有效。学者们还发现，市场反应

---

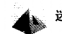
① Fama, E. F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work*, Journal of Finance, 25 (2), pp: 383 -417, 1970.

② 检验范围扩大到检验更多变量的可预测性，如股息、利率等价值变量和规模效应、季节性效应等横截面变量。

③ Fama, E. F., *Efficient Capital Markets: II*, Journal of Finance, 46 (5), pp: 1575 - 1617, 1990. 文章认为有效市场应该考虑成本效益原则，股价只能反映市场上那些边际成本不大于其边际效益的信息。

④ 长期反转效应（lone-run return reversals）：在一段较长的时间内，表现差的股票在其后的一段时间内有强烈的趋势经历相当大的逆转，要回复到正常水平（reversal to mean），而在给定的一段时间内，最佳股票则倾向于在其后的时间内出现差的表现。

⑤ 短期动量效应（short-run momentum）：一般又称“惯性效应”，是由 Jegadeesh 和 Titman（1993）提出的，是指股票的收益率有延续原来的运动方向的趋势。



不足或反应过度可能阻碍价格对信息作出及时调整，市场摩擦等客观因素的存在使得信息融入价格需要一个过程，价格并不必然反映所有信息等，都是对半强式有效的质疑。

第三，对于强式有效，早期学者们多采用直接检验的方法，考察内部人能否获得垄断信息并从中获利，很多结果否定了强式有效。此后通常以“基金业绩能否持续超越市场平均水平”作为判断市场是否有效的标准，同样的，很多证据也否认了市场强式有效。

二、有效市场理论的发展

在一直以来的不断质疑声中，有效市场理论得到了进一步的发展。有一些学派在理性预期框架内，放松有效市场理论的部分假设；另一些学派跳出理性预期框架，否定了有效市场的原有假定。图 1 中，上半部分虚线引出的是对于三种市场有效性的检验，上半部分实线连接了对于三种有效性的质疑，下半部分虚线代表有效市场理论在理性框架内的发展，下半部分实线代表跳出理性框架的理论发展。

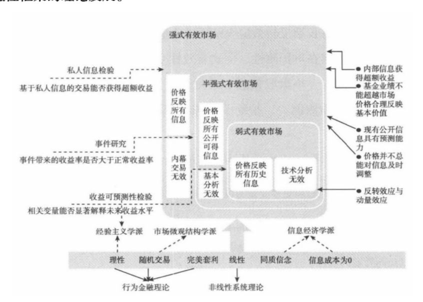


图 1　有效市场假说的内容、检验、质疑及发展

（一）在理性预期框架内

在理性预期框架内，主要有三个经济学流派对市场有效性进行研究。

一是以 Fama 为代表的经验主义学派，以实证方法为主但允许市场存在一定程度的可预测性。经验主义学派对各种风险因素有更深入的了解，定价模型考虑多种风险因素；不再坚持完美理性，即使最小理性也能保证市场有效。Fama（2007）的研究一方面尽可能地否定股票收益的可预测性，另一方面为收益可预测性与市场有效的兼容性寻求更基础的理论支持①。

二是市场微观结构理论学派，主要研究价格对信息反映的微观基础。现实中存在的市场摩擦，如交易成本、市场机制以及交易者差别等，一方面使信息不能充分迅速地融入价格，市场永远不可能达到强式有效；另一方面也增加了投资者的套利成本和风险，使得市场上不存在获得超额收益的投资机会，从而支持了有效市场理论。

三是信息经济学派，强调市场流动性交易成本和价格发现机制，分析了存在信息成本的条件下，交易者的分散信息和异质信念如何影响市场价格的形成机制，以及信息从知情交易者传递到非知情交易者的过程。

（二）跳出理性预期框架

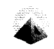
跳出理性预期框架，主要有两大理论体系值得关注。

一是行为金融理论。与有效市场假说的假设理性人、随机交易和完美套利相反，行为金融理论的基本假定是市场存在有限理性、群体行为和有限套利。这些非理性因素对价格产生根本和持续的影响，导致证券价格持续显著背离其基本价值，这正是产生市场异象的原因。而异象并非偶然，投资者可以利用市场异象获得超额收益。

二是非线性系统理论。经济系统中时间不可逆、多重因果反馈循环及不确定性的存在使经济系统本身处于一个不均匀的状态中，具有混沌特征。近年来，一些学者放弃价格时间序列线性分布假设，引入混沌理论的方法，创建了分形市场假说、协同市场假说等，其中，分形市场假说强调了证券

---

① Fama, E. F., and K. R. French, *Profitability, Investment and Average Returns*, Journal of Financial Economics, 82 (3), pp: 491 – 518, 2006; Fama, E. F., and K. R. French, *Disagreement, Tastes, and Asset Prices*, Journal of Financial Economics, 183 (3), pp: 667 – 689, 2007.



市场信息接受程度和投资时间尺度对投资者行为的影响，并认为所有稳定的市场都存在分形结构；协同市场假说认为，资产价格、收益率或者风险与收益状况是由外部基本经济环境和投资者群体情绪这两个因素的不同组合所确定的。这些假说为研究提供了新的视角，我们将其统一归为非线性系统理论。20 世纪 90 年代以来，混沌相关性检验逐渐成为市场效率检验的一个组成部分。实证研究中，李雅普诺夫指数和分形维的检验证实了资本市场具有混沌特征。

（三）有效市场理论的新发展

20 世纪 90 年代以来，有效市场理论研究出现了几个新的方向，包括制度性障碍影响研究和相对有效性的研究等。

1. 制度性障碍对市场有效性的影响

很多文献考察了卖空限制对证券市场价格和收益的影响，普遍结论是卖空限制和投资者投资观点差异导致证券价格高估。还有少量文献关注了其他制度性障碍（买卖上下限、市场分割、电子交易等）对市场有效性的影响。例如，涨跌边界是造成股票回报率呈现肥尾特征的起因之一，引入电子交易后上市企业的权益成本和股权溢价水平明显下降等。

2. 检验相对有效性

相对有效，即一个市场比另一个市场更有效，放弃了绝对有效“非黑即白”的立场，也不强求无摩擦的理想市场状态，容易达成共识。Chordia 等（2007）进行变化率检验表明，流动性更高的市场价格更服从随机游走特征①。Oh，Kim 和 Eom（2008）衡量不同国家外汇市场在危机前后的有效性，结论是流动性较高的市场比流动性低的市场有效程度更高②。Charles 和 Darne（2009）的研究表明 A 股市场相对更有效，B 股市场不符合随机游走特征，是显著失效的③。

---

① Doron Avramov, Tarun Chordia, Gergana Jostova and Alexander Philipov, *Momentum and Credit Rating*, Journal of Finance, Vol. 62, Issue 5, pp: 2503 – 2520, October, 2007.

② Eom, C., W. S. Jung, S. Choi, G. Oh, and S. Kim, *Effects of Time Dependency and Efficiency on Information Flow in Financial Markets*, Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Vol 387, Issue 21, pp: 5219 – 5224, September, 2008.

③ Amélie Charles and Olivier Darné, *The Random Walk Hypothesis for Chinese Stock Markets: Evidence from Variance Ratio Tests*, Economic Systems, Vol. 33, pp: 117 – 126, 2009.

第二节 后危机时代的有效市场理论

次贷危机以及后续的欧洲主权债务危机，给全球金融和经济发展带来了沉重的打击。危机的发生不是偶然的、浅层的，而是一系列内外因共同作用、风险长期大规模增殖的结果。金融创新和金融衍生品的发展一方面更好地分散和转移了风险，一方面也使得金融链条变得冗长，那么市场参与者获得充分、真实、及时的信息就变得非常困难。然而，信息的完全、对称以及传递的高效性是一个有效市场最基本的客观条件。在主观方面，以行为金融学为代表的新兴金融理论已经对投资者的理性假设提出了很多质疑，现实中的市场参与者确实是不完全理性的。此外，Fama 及其支持者们寄予希望的套利机制也受到了主客观的限制，不能充分发挥作用。

在现实情况下，作为市场中必不可少的角色，监管者对潜伏的风险水平没有客观的认识，也没有收紧对金融机构的监督管制，从某种程度上助推了危机的形成和发展。一方面投资者为了追求超额利润，尝试各种方法试图超越市场，挑战有效市场理论；另一方面监管者为了追求市场效率，充分信任市场本身，信奉有效市场理论。两方观念和行为的矛盾，一旦长期积蓄超过极限，必然导致危机的爆发。

我们不去维护或批判有效市场理论，而是客观地对有效市场理论存在的问题进行反思，试图在资本市场、投资主体和动态不一致等方面进行完善以及作出进一步研究。

一、对于有效市场理论的反思

（一）线性拟合的局限性

正视现实，可能是这次危机给我们带来的最大启示。许多理论的创立都

建立在理想状态基础上，设定相对简单的情境来讨论关键问题，以至于与现实存在很大差距。有效市场理论也不例外。该理论以一种线性范式来拟合市场，这大概正是所有关于它的争论的关键所在。线性范式的优势在于简化问题的复杂性，然而在非线性区采用线性方法，将得出错误的结论。在关于投资者的理性预期，对于信息、市场及投资者的分析等方面，有效市场理论都采用了线性范式。而社会经济系统，包括金融市场，从本质上来讲都是非线性的。线性拟合的局限性是有效市场理论与现实之间存在差距的原因之一。

（二）检验方法的不足

许多对于市场有效性的检验仍主要停留在最初的随机游走模型上，而这一模型严格要求连续价格波动之间存在独立同分布，因此，用随机游走模型作为市场有效性假定的检验是存在问题的。满足随机游走模型只能看做是市场有效性的充分条件，却不能认为不满足随机游走模型的市场就一定是无效的。

在运用事件研究法对有效市场进行有效性检验时，实际上检验的是市场对当前公开信息的反应，遗漏了已公开的历史信息。所以，通过事件研究法的检验，不能构成确认半强式有效性市场的充分条件，而只是一个必要条件。事件研究法的结果依赖于对事件、公司、非正常收益率计算方法等的选择，受主观因素的影响太大。而对于同一时期同一金融市场，分析的事件不同将导致不同的结论。这些都是事件研究法存在的问题。

（三）逻辑上的矛盾性

随着有效市场理论的不断发展，检验方法和理论内涵变得越来越繁杂。首先从最根本的逻辑出发，探寻有效市场理论的问题根源，我们发现，如果市场是有效的，那么将会出现逻辑上的不一致。如果价格充分反映了可获取的信息，投资者将没有动机通过其他方式去获取信息，投资者就不可能获得新的信息，并对其先前的预测进行修正来作出买卖决策。市场也就丧失了其卓越的预测能力，证券价格很难变得“有效”，很难充分反映可获取的信息。这就是由“有效市场假设”得出的证券市场难以“有效”的结论。

（四）信息因素的复杂性

信息是讨论市场有效性时需要考虑的最重要元素。有效市场理论对信息

的界定不明确，主要表现在以下三个方面：

第一，随着理论涉及的模型越来越多，越来越复杂，有效性的内涵更为广泛，对信息的精确测量更加无法实现。信息的不对称性、复杂且非线性，获取信息的成本也无法精确度量，使得最终是否获得超额收益、获得多少超额收益也无法确定。由此，对于有效市场理论，无论从理论上还是实证上都很难进行让人信服的证明或挑战。

第二，噪声交易者的存在扰乱了有效信息的传递，影响了市场的有效性。噪声交易在有效市场理论中是不存在的①，但在现实市场中是确实存在的。一方面增加了市场的流动性，另一方面通过影响投资者行为而使资产价格不完全有效，损害了市场有效性。

第三，信息冲击具有趋势性，给市场参与者带来套利空间。信息反应的充分性要求股价的变化与信息的冲击趋势保持一致，但影响股票价格的信息，如公司的业绩和宏观经济变量等，是外生于交易过程的。如果信息的外生冲击是随机的，则股价变化也是随机的；如果信息的外生冲击是趋势性的，则股价变化也呈现趋势性，这意味着投资者的任何交易决策都无法系统性地消除这种趋势性或套利性。

二、实证研究对于有效市场理论的挑战

（一）有效市场理论与资产价格泡沫

在本次严重的全球经济衰退中，资产价格泡沫加剧了经济的不稳定性。资产价格泡沫指的是相对于有效市场状态下的资产价格的错误定价，正常的资产价格应由对资产现金流现值的理性预期来决定，如果资产价格长期与价值发生重大偏离，就产生了“泡沫”。此后，资产价格的急剧上涨常常会给经济活动带来冲击，后续将出现价格的急速下降。

---

① 有效市场理论认为，噪声只是一个均值为零的随机扰动项，随着时间的推移，价格会逐渐趋近内在价值，噪声会逐渐消失，那么非理性交易者会被挤出市场，最终由理性交易者主导市场。

第一，有效市场假说不承认资产价格泡沫的存在。Fama（1965）① 承认市场存在一部分有限理性交易者，市场中偶尔出现的资产价格不合理很快会被那些有充分信息并能得到充分融资的理性交易者所纠正。总体上看，市场不存在资产价格泡沫。但事实上，资产价格泡沫是确实存在的，并且多次给世界经济带来了冲击。有效市场理论不得不面对资产价格泡沫确实存在的事实，思考怎样才能解决套利机制在现实市场中遇到的问题。

第二，为什么有效市场假说的套利机制没有在泡沫持续膨胀的时候戳破它？以美国的互联网泡沫为例，对于那些正确判断出许多科技股价格过高的投机者，得到巨额利润的机会的确是存在的。有效市场假说认为当市场出现非效率情况时，可通过套利机制让市场恢复效率，所以价格的偏离只是短期现象。但是这种套利受到了条件限制，有时很难发挥作用。例如，互联网泡沫时期的著名案例，Palm Pilot 股票（95% 由 3 Com 公司所有）的市场价格显示出它的总资本远远超过母公司总资本，这意味着 3 Com 公司其他业务的价值为负，然而尽管如此，套利（卖空 Palm Pilot 股票，买进 3Com 股票）行为无法实现，因为套利者无法借入 Palm Pilot 股票来完成卖空。

第三，套利也是有风险的。如果在价格回到理论价格之前，投资组合却被迫变现，那么套利行为将面临亏损②。由于人们永远无法确定泡沫什么时候会破裂，即使套利者意识到了泡沫的存在，也无法同步调整他们的战略来利用资产泡沫，那么他们更乐于尽可能长时间地隐藏泡沫。Brunner Meier 和 Nagel（2004）③ 的实证研究发现，在互联网泡沫时期，对冲基金买入了互联网类股票，而不是卖空它们。对冲基金的这种策略带来了错误定价，没有抵消市场的非效率性。

第四，与高杠杆密切相关的泡沫是代价很高的。21 世纪初美国的房价出现泡沫以后，个人和机构都危险地过度杠杆化了（如图 2 和图 3）。承担着过多债务的金融机构，在许多情况下呈现“大则不倒”状态，从而引起了整个

---

① Fama, E. F., *The Behavior of Stock-Market Prices*, Journal of Business, Vol. 38, Issue 1, pp: 34 - 105, 1965.

② Sendhil M., and R. H. Thaler, *Behavioral Economics*, International Encyclopedia of SocialSciences: Pergamon Press, 1st Edition, pp: 1094 - 1100, 2001.

③ Markus K., Brunnermeier and Stefan Nagel, *Hedge Funds and the Technology Bubble*, Journal of Finance, Vol. 59, pp: 2013 - 2040, 2004.

金融体系的系统性风险。

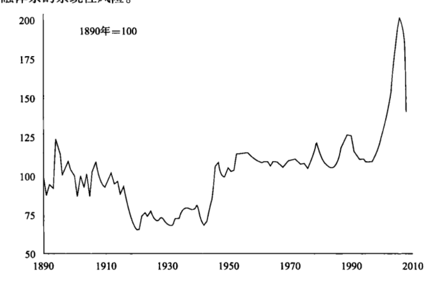


图2 1890－2009年美国房屋价格指数走势

数据来源：S&P/Case-Shiller Home Price Index.

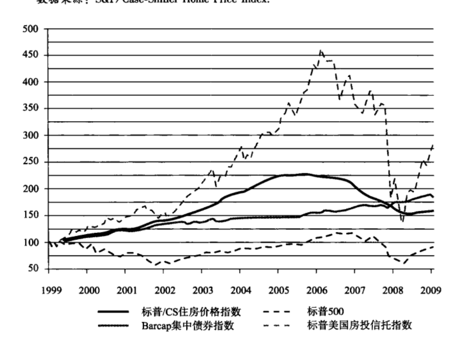


图3 1999－2009年CS指数及相关指数比较

数据来源：Barclays Capital U. S. Aggregate Bond Index；S&P500；S&P U. S. REIT.

（二）有效市场理论与真实股票价格表现

Chien-Chiang Lee 等（2010）探讨了 1999 年 1 月至 2007 年 5 月之间，对于不同经济发展水平下的股票市场中，有效市场假说是否成立。研究显示，在 32 个发达国家和 26 个发展中国家，实际股票价格序列都分别呈现平稳性，这与有效市场假说是不一致的，表明在股票市场存在有利可图的套利机会①。

事实上，大量文献研究股票价格的平稳性，并对市场的有效性进行检验（见表 1），但没有达成一致的观点。由于不同经济水平国家的股票市场情况不同，他们的市场有效程度也是不一样的。近几年的研究显示股票价格倾向于符合非线性过程，这意味着随着时间的变化，波动不再是常数；结构突变与异常事件相关，考虑结构突变可以让我们得到股票价格行为的更具体的信息，当存在结构突变时，传统的单位根检验基本是无效的；在已经考虑了结构突变的研究中，我们发现了更强的异质性。在研究有效市场理论与股票价格的真实表现时，应该考虑结构性突变。未来会有一些研究致力于准确地判定哪些事件引起了结构性突变，并找到股票价格和宏观经济的结构性突变的共性。对于有效市场理论的支持者来说，如何更令人信服地解释现实股票价格的非随机性，值得思考。

表 1　对于股票市场进行不同的单位根检验的结果

作者	样本国家	检验方法	样本期	检验结果
第一组：无突变点的单变量单位根检验				
Choudhry（1997）	6 个拉丁美洲国家	ADF 检验	1989. 01—1993. 12	有效市场
Kawakatsu/Morey（1999）	16 个新兴市场	DF－GLS 和 KPSS 检验	1976. 01—1997. 12	有效市场
Chaudhuri/Wu（2003）	17 个新兴市场	ADF 和 PP 检验	1985. 01—1997. 02	有效市场

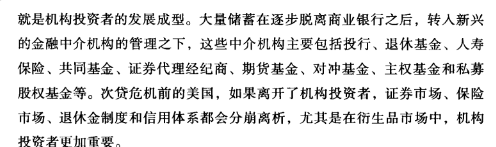
① Chien-Chiang Lee, Jun-De Lee and Chi-Chuan Lee, *Stock Prices and the Efficient Market Hypothesis: Evidence from a Panel Stationary Test with Structural Breaks*, Japan and the World Economy, Vol. 22, Issue 1, pp: 49－58, 2010.

续表

作者	样本国家	检验方法	样本期	检验结果
第二组：有突变点的单变量单位根检验				
Chaudhuri/Wu (2003)	17 个新兴市场	ZA 检验（Zivot 和 Andrews, 1992）	1985.01—1997.02	非有效市场
Lee/Strazicich (2003)	标普 500	有两个突变点的 LM 单位根检验	1860—1970	有效市场
Narayan (2005)	澳大利亚和新西兰	Caner and Hansen (2001) 阈值单位根检验	1960.01—2003.04	有效市场
Narayan (2006)	美国	Caner and Hansen (2001) 阈值单位根检验	1964.06—2003.04	有效市场
Narayan/Smyth (2007)	G7 国家	有两个突变点的 LM 单位根检验	1975.01—2003.04	有效市场
Qian et al. (2008)	上证指数	Caner and Hansen (2001) 阈值单位根检验	1990.12—2007.06	有效市场
第三组：无突变点的面板单位根检验				
Chaudhuri/Wu (2004)	17 个新兴市场	基于 OLS 和 SUR 估计的面板检验	1985.01—2002.04	非有效市场
Narayan (2007)	G7 国家	基于 IPS, LLC, LM, SUR 和 MADF 的面板检验	1975.01—2003.04	有效市场
Narayan/Prasad (2007)	17 个欧洲国家	基于 LLC, SUR 和 MADF 的面板单位根检验	1988.01—2003.03	有效市场
第四组：有突变点的面板单位根检验				
Narayan/Smyth (2005)	22 个经合组织国家	Im et al. (2002) 检验	1991.01—2003.06	有效市场
Lean/Smyth (2007)	8 个亚洲国家	有一个或两个突变点的面板 LM 单位根检验	1998.01—2005.06	非有效市场
Narayan (2008)	G7 国家	有一个或两个突变点的面板 LM 单位根检验	1975.01—2003.04	非有效市场

（三）有效市场理论与投资主体机构化

在现实市场中，越来越多的人们为了更好地实现投资目标，选择了机构投资者来进行代理投资。在过去 30 年，金融市场中发生最重要的变化之一，



就是机构投资者的发展成型。大量储蓄在逐步脱离商业银行之后，转入新兴的金融中介机构的管理之下，这些中介机构主要包括投行、退休基金、人寿保险、共同基金、证券代理经纪商、期货基金、对冲基金、主权基金和私募股权基金等。次贷危机前的美国，如果离开了机构投资者，证券市场、保险市场、退休金制度和信用体系都会分崩离析，尤其是在衍生品市场中，机构投资者更加重要。

在有效市场假说的分析框架下，所有投资者，即无论是机构投资者还是个人投资者，都无法战胜市场。尽管上述两者在资金规模和交易行为上有着明显区别，但差异往往被视而不见。而事实上，与有限理性的个人投资者相比，具有信息优势的机构投资者更接近于有效市场假说的理性经济人假设。随着机构投资者成为市场的主导，金融市场是否变得更有效呢？

如果不考虑委托代理问题，答案是肯定的。但机构投资者的委托代理问题确实存在且不可忽略。机构投资者的道德风险可能使其无法或不愿意对市场上的所有信息作出正确反应，客观地对资产进行定价。依照有效市场假说的逻辑，随机交易可以抵消非理性决策的影响，不会影响市场有效性。但是决策同质化、声誉机制和薪酬激励容易引发机构投资者的羊群行为，导致其行为偏差呈现出较强的系统性。而在代理投资模式下，委托人的有限理性、代理人的短视以及相对业绩报酬的薪酬契约制约着机构投资者的套利行为，这些因素都不利于市场效率的提高。由于现实市场和人们心理的复杂性，即使是投资主体机构化的市场也无法更多地接近有效市场理论的理想状态。代理投资中出现的问题值得我们更深入的思考。

（四）市场有效的动态不一致性

随着时间的推移，一个市场的有效程度可能会发生变化。如前文所述，有效市场假设与美国金融市场现实相背离，金融市场效率严重衰减。20 世纪 60 ~ 70 年代的证据表明，美国的资本市场是半强式有效的，也有一些证据表明是强式有效的，然而，Allen 和 Gale（2002）的研究否定了上述观点。研究者通常认为，当前的市场有效意味着以后的市场也有效，但市场有效的动态不一致性却打破了这种潜意识的先验推理模式。随着时间的推移，原来弱式有效（半强式有效、强式有效）的市场变得非有效了（弱式有效、半强式有效或弱式有效）。

从这三个层次的内涵及检验方法出发，我们发现半强式有效性检验并不包含弱式有效性检验，强式有效性检验并不包含半强式有效性检验，即存在状态的不一致性。前文提到，事件研究法的结果可能是一个股票市场是半强式有效的，但并非是弱式有效的。而对于私人信息检验，检验基金公司和上市公司内部人是否可以利用私人信息来获得超额利润，并不包容性地检验了某一事件的发生能否使投资者系统性地获得超额收益，其结果可能是市场是强式有效，但却并不是半强式有效的。

第三节　有效市场理论研究的启示

从现代金融市场形成以来，人们一直在讨论并试图回答市场是否有效的问题。在有效市场理论中，“有效”的含义是相关信息融入价格的速度和完全程度。回答市场是否有效或有效的程度，主要是从信息融入速度和信息融入程度来思考。令人遗憾的是，在几十年的市场发展中，理性价格行为和非理性价格行为、有效和非有效的证据大量并存，始终难以得出关于市场效率的一致性判断。

一、有效市场理论研究小结

有效市场理论三个重要假设是理性、随机交易和完美套利，这些假设抵御着人们对它的质疑与挑战。随着金融异象的不断出现以及金融市场变得越来越复杂，有效市场理论的三层防线似乎都已被攻破。回顾有效市场理论的发展，除了定价模型、计量方法越来越精细，新的理论和方法也被广泛引入。行为金融理论和非线性系统理论的发展使得金融理论的分析更加接近真实情况。

总体而言，有效市场理论在现代金融理论中的地位非常重要。对于有效市场假说，无论是支持还是反对的力量都推动了整个金融理论的发展。近年来金融危机的再次爆发，推动着人们更加冷静地反思有效市场理论，我们主要得出以下两方面的结论：

第一，对有效市场理论本身进行反思。一是线性范式简化了复杂的市场现实，却也拉大了理论与现实的差距；二是检验方法的缺憾，使得许多研究的结论不够严密；三是逻辑上的矛盾，使得人们开始从根本上怀疑有效市场理论；四是信息的复杂性、噪声的长期存在、信息冲击的趋势性使得有效市

场很难实现也很难验证。

第二，最新的实证研究对有效市场理论提出了挑战。一是金融危机的爆发过程使有效市场理论不得不面对资产价格泡沫确实存在的事实，如何解决套利机制在现实市场中遇到的问题值得思考；二是被低估的股票存在严重的微观结构偏差，杠杆的存在、股票市场过度反应等都是股票市场的现实表现，它们和股票市场的规模以及相关的风险因素等一起影响着股票价格的平稳性，让我们开始思考如何更令人信服地解释现实股票价格的非随机性；三是由于存在委托代理等问题，即便是投资主体机构化的市场，有效性也不高；四是市场有效的动态不一致和检验结果的状态不一致问题也需要更加合理的解释和进一步探索。

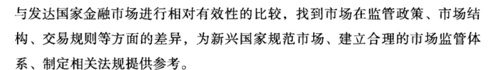
总之，对于有效市场理论的研究应从理论本身存在的问题以及理论与现实之间的差距这两方面入手，结合本次金融危机带来的反思，搭建更加完整和严密的理论框架。在复杂而又生机勃勃的金融市场中，我们既不能否认市场中的理性成分，也不能拒绝其他因素的重大影响，将各个重要因素结合起来融入到一个综合框架中，无疑具有重大意义。

二、有效市场理论发展带来的启示

本次危机对金融市场的冲击以及人们对有效市场理论的反思，给金融市场的参与者带来了许多启示。

首先，对于投资者来说，应在结合市场现实的基础上以有效市场理论为决策参考，谨慎投资。金融理论不是万能的，金融模型也仅仅是对现实世界的一种模拟。有效市场理论是建立在一定的假设条件之上的，只能在一定范围内作为投资决策的参考，不能作为投资决策的最终依据。

其次，政策制定者和监管部门应承担起应负的监管责任，探索金融监管的最优框架，客观冷静地对待金融市场的发展，制定合理的监管政策，维护金融市场秩序。监管重点应根据市场所处的有效程度的不同阶段而不断进行合理调整：若市场尚处于无效状态，则应实行严格监管；若市场弱式有效，应加强对即期信息披露和市场运行规则的监管；若市场半强式有效，应加强对私有信息的披露，严厉打击内幕交易。新兴国家的政策建议者们可以通过



与发达国家金融市场进行相对有效性的比较，找到市场在监管政策、市场结构、交易规则等方面的差异，为新兴国家规范市场、建立合理的市场监管体系、制定相关法规提供参考。

最后，金融机构和金融创新主体应考虑到市场的长远发展，不盲目追求短期利益，合理运用金融理论和金融媒介进行日常业务及金融创新，最大限度地减少资产证券化和金融产品衍生化过程中由信息不对称所导致的金融市场失灵，从而保证信息传递的高效率，配合政府部门和监管机构，为金融市场繁荣稳定的发展，共同努力。

主要参考文献

[1] Amélie Charles and Olivier Darné, *The Random Walk Hypothesis for Chinese Stock Markets: Evidence from Variance Ratio Tests*, Economic Systems, Vol. 33, pp: 117 – 126, 2009.

[2] Chien-Chiang Lee, Jun-De Lee and Chi-Chuan Lee, *Stock Prices and the Efficient Market Hypothesis: Evidence from a Panel Stationary Test with Structural Breaks*, Japan and the World Economy, Vol. 22, Issue 1, pp: 49 – 58, 2010.

[3] Fama, E. F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory And Empirical Work*, Journal of Finance, 25 (2), pp: 383 – 417, 1970.

[4] Fama, E. F., *Efficient Capital Markets: II*, Journal of Finance, 46 (5), pp: 1575 – 1617, 1990.

[5] Fama, E. F., and K. R. French, *Profitability, Investment and Average Returns*, Journal of Financial Economics, 82 (3), pp: 491 – 518, 2006.

[6] Fama, E. F., and K. R. French, *Disagreement, Tastes, and Asset Prices*, Journal of Financial Economics, 183 (3), pp: 667 – 689, 2007.

[7] Doron Avramov, Tarun Chordia, Gergana Jostova and Alexander Philipov, *Momentum and Credit Rating*, Journal of Finance, Vol. 62, Issue 5, pp: 2503 – 2520, October, 2007.

[8] Eom, C., W. S. Jung, S. Choi, G. Oh, and S. Kim, *Effects of Time Dependency and Efficiency on Information Flow in Financial Markets*, Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Vol 387, Issue 21, pp: 5219 – 5224, Sep-

tember, 2008.

[9] Markus K. , Brunnermeier and Stefan Nagel, *Hedge Funds and the Technology Bubble*, Journal of Finance, Vol. 59, pp: 2013 -2040, 2004.

附件二

监管改革的新近方案详述

次贷危机爆发及救助充分暴露了以往的金融监管理念出现了偏差和弊端，过度相信市场、依赖市场的自我修复和调节，而忽视了资本逐利带来的风险。发达国家长期主导的自由放任式的监管模式是导致次贷危机的根本原因之一。危机发生前对金融体系的有效监管是保证金融市场有序运作的重要基石，危机发生以后，各国政府纷纷采取措施，出台一系列政策，对系统重要性金融机构进行大规模干预，是促使金融市场稳定、防范系统性金融危机的首要条件。其中尤其是美国的《多德-弗兰克法案》和欧盟的监管改革措施，成为金融监管的又一里程碑，对全球金融体系和金融监管制度产生深远影响。

第一节　金融监管范围扩大化

2009年3月份之后，次贷危机逐步趋于平息，巴塞尔银行监管委员会和各国央行率先出台了一些新的监管思路和改革，主要表现为扩大金融监管的范围，以具有系统重要性的金融机构为监管重点，加强国际监管机构之间的合作与协调等，以扫除监管盲区。在各国考虑改革本国金融体系这一工作之际，加强国际协作显得十分必要。修复危机背后失败的监管模式势在必行，

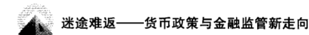
这是一种重要的推动力，但公众对于银行甚至在失业率不断攀升之际仍发放过高奖金的愤慨，也是另一个推动因素。各国监管当局致力于确保金融机构的资本充足，加强流动性管理和风险管理监管，实施宏观微观监管、并表监管、逆经济周期监管以及完善监管保障，甚至建议采用金融交易税、高管薪酬税和大银行税等税收措施。

一、金融机构监管的扩大化

在对机构监管的扩大化方面，未来监管当局可能要求所有对冲基金和其他私募基金，必须在证券交易委员会注册，不再理所当然地享受监管豁免。新的监管框架将把具有系统重要性的金融机构、金融工具和金融市场包括在内，加强对这些大型金融机构的监管，尤其要求提高这些机构的透明度。

第一，美国加强对金融机构的监管，所有可能给金融系统带来严重风险的金融机构都必须受到严格监管。具体包括六个方面：一是财政部成立金融服务监管委员会，整合银行监管权，发现和防范对于金融体系具有冲击力的系统性风险，同时促进跨部门合作。二是强化美联储权力，监管范围扩大到所有可能对金融稳定造成威胁的企业，除银行控股公司外，对冲基金、保险公司等也将被纳入美联储的监管范围。三是新建“商业行为管理局”，负责规范商业活动和保护消费者利益，主要行使证券交易委员会和商品期货交易委员会的职能；以及“抵押贷款创设委员会”和“全国保险管理局”，将抵押贷款经纪人和保险业监管权从各州政府分管逐步收归联邦政府统一管理。四是对金融企业设立更严格的资本金和其他标准的要求，大型的、关联性强的企业被设置了更高标准。五是成立全国银行监管机构，监管所有拥有联邦执照的银行。六是撤销储蓄管理局及其他可能导致监管漏洞的机构，避免部分吸储机构借此规避监管。七是对冲基金和其他私募资本机构需在证券交易委员会注册，对对冲基金进行实时监管，收集系统性风险数据，并为联邦政府投资的资产限额进行监控。

第二，为建立一致性更高的趋同规则，提高各国监管能力，实现对跨国金融机构的有效监管，欧盟建立欧洲金融监管系统（ESFS），将原欧盟层面的银行、证券和保险监管委员会升级为欧盟监管当局（ESA），负责收集微观



审慎监管信息，确保欧盟共同的监管文化和一致性监管操作，协助解决成员国之间的监管分歧。欧盟还在欧盟系统风险委员会中成立指导委员会，建立与新的监管当局的信息交流与监管合作机制，以加强欧盟监管机构之间的合作、监管方法的一致性以及对金融混业经营的有效监管。此外，欧洲各国金融监管机构对对冲基金和组合投资提出更高的信息披露要求，对冲基金监管的制裁措施被放在新的监管体系的核心位置。2008 年 1 月，英国政府发布《对冲基金标准管理委员会标准》，在加强信息披露、强化基金资产估值管理、组建风险管理架构、完善和健全基金治理机制等方面对对冲基金的监管做出了相应规定。

值得一提的是挪威金融监管局的信息披露前置制度，规定商业银行在披露重要信息以前必须呈送金融监管局，经批准后方可对外公布，防止商业银行在信息披露过程中可能引发的负外部性。商业银行披露重要信息以前与金融监管局进行沟通，使得监管局有充分的反应时间针对可能产生的某些重大消极影响来制定处理方案，避免金融市场上的债权人和投资者在短时间内对银行个体性或暂时性的问题产生过度反应，引发银行体系的系统性危机。多年来，金融监管局通过信息披露前置制度，及时、准确地掌握了银行业运行中的各种风险状况，挪威银行业在混业经营的复杂环境下成功克服了自身的脆弱性，抑制了金融市场的过度波动，实现了银行业的平稳发展。

目前除英国设有统一的金融监管机构外，世界上绝大多数国家的金融监管都不同程度存在多头、分业监管的情况，给一些跨行业经营的金融巨头绕过监管、过分冒险以获取高额利润提供了机会。统一监管机构的设立，即使不变动原来的专业监管机构体制，也能增强混业经营下金融监管的有效性。但是，起源于美国的金融危机表明，金融体系的系统性风险主要来自于金融超过实体经济需求的过度膨胀，设立综合性监管机构只能减轻而无法根治系统性风险。

二、金融产品监管的扩大化

产品创新本来是金融机构在市场竞争下的自主行为，但衍生产品设计和定价的复杂性、交易对手的高度关联性、风险传染的不确定性和低可控性，

引起了监管当局的高度警惕。目前国际金融监管明显加强了对资产支持证券和衍生品的监管，以提高衍生品交易市场的效率和透明度，不仅如此，所有具有系统重要性的支付清算活动也都将受到监管。

第一，限制银行自营交易，允许银行投资对冲基金和私募股权，但资金规模不得高于自身一级资本的3%，切断银行与此类高风险金融机构之间的密切联系，维护银行体系的安全；并设立新的消费者金融保护局，对金融机构提供的信用卡、抵押贷款和其他贷款等消费者金融产品及服务实施监管。

第二，限制银行运用自有资金从事高风险的衍生品交易，要求金融机构将农产品掉期、能源掉期、多数金属掉期等风险最大的衍生品交易业务拆分到附属子公司经营，但自身可保留利率掉期、外汇掉期以及金银掉期等传统的金融掉期业务，以控制金融衍生品交易过度扩张给金融体系带来的冲击。

第三，所有金融衍生品交易交由第三方集中清算。由于衍生品交易过程不透明，产品设计复杂，设计资金巨大，其带来的损失使众多金融机构不堪重负，美国金融服务委员会通过了一项有关金融衍生产品 OTC 市场监管的方案，规定所有在交易商和主要掉期市场主体之间进行的标准化掉期交易，必须由中央结算系统结算，并在交易所或电子平台完成交易，以便监管者轻松掌握这些交易的动向和潜在风险。

现在看来，这些措施有一定作用，但金融衍生品的固有风险以及风险在金融体系内的扩散，是无法通过简单的自有资本限制而被隔离的。

三、对金融机构治理结构监管的扩大化

次贷危机之后，各国利用政府税收来挽救金融体系和经济，损害了纳税人的利益，尤其是在某些情况下，保护了那些导致危机的银行高管的数百万美元薪酬。当前金融机构的薪酬结构和内部管理机制鼓励银行工作人员致力于高风险的短期策略，而忽略了长期利润，这也是促成本次金融危机的原因之一。因此，危机之后美国、欧洲以及巴塞尔委员会都对金融机构治理结构的监管出台了相关规定。

（一）对薪酬结构的改革与调整

次贷危机之前，全球经历的是放松管制和自律监管，目前这种趋势已逆

转，金融从业人员的薪酬、金融信息系统建设等本来属于银行内部治理的范畴，现在也纳入了监管视野。主要在两个方面采取行动：一是以利润为基础的薪酬方案，二是加大董事会对风险管理和薪酬的控制。

1. 监管机构和董事会应遏制不计后果冒险行为的薪酬政策

对于资本金不足的激进薪酬政策，监管机构和金融机构董事会应充实资本，遏制过度冒险的薪酬政策，但问题是缺乏标准，如何判断某种水平的薪酬是否过度？监管机构无法决定个人的薪酬水平，这是管理层和董事会的工作，但监管机构应审查整体的薪酬水平，确保机构财务状况良好。最佳方法是把重点放在薪酬总额与薪酬发放前的利润总额的比较上，前者不应超过后者，否则就是掠夺公司的资本并会危及公司的生存。一般来说，在没有董事会和监管机构事先批准的情况下，薪酬总额不应超过发放薪酬前利润的75%，这将确保25%的薪酬前利润用于充实资本、回报股东和纳税。

董事会必须在风险管理的框架下，承担起审查薪酬水平的责任。金融机构应将薪酬委员会和风险管理委员会合并，有助于董事会了解机构内的风险管理程序和长尾风险，更好地权衡薪酬水平。董事会还应考虑对高于50万美元的个人薪酬以限制性普通股的形式发放，而且这些普通股的限制期为3～5年，届时只有在机构仍保持盈利的情况下，这些股票才能出售。

2. 美联储公布薪酬指导原则，削减金融机构高管薪酬

美国政府在高管薪资问题上向华尔街宣战，把接受政府援助的7家公司[①]薪资最高的25名雇员的薪酬减少一半左右，并将其现金薪酬削减90%，以期打压银行业待遇颇丰的薪酬结构。全美最大的28家银行薪酬方案不应助长其过度冒险行为，否则将遭到强制执行。例如，被称为“薪酬沙皇”的Kenneth Feinberg对股票奖金的结构进行微观管理，取消过分的福利，减少AIG其他员工的留任奖金，避免公众对受援公司薪酬的不满。

美联储对企业高管薪酬进行监督，确保高管薪酬制度不会导致对风险的过度追求，从而在源头上控制金融机构承担高风险。美联储将提供纲领性指

---

① 这7家公司是美国国际集团、美国银行（Bank of America）、花旗集团（Citigroup）、克莱斯勒（Chrysler）、克莱斯勒金融公司（Chrysler Financial）、通用汽车（General Motors）以及通用汽车金融服务公司（GMAC）。

导而非制定具体规则，一旦发现薪酬制度导致企业过度追求高风险业务，美联储有权加以干预和阻止；并要求对交易员薪酬方案拥有新的否决权，通过确定已实现和未实现收益的范围，判定交易员奖金的数额及构成是否符合其所在机构的盈利能力和风险状况。此外，企业应避免向高管承诺巨额遣散费、公司被出售时的“金色降落伞”（golden parachutes），以及其他雇员无法享有的慷慨退休金计划。

3. 欧洲发布银行业监管新规定，限制高管奖金数额

欧洲议会经济和货币事务委员会发表薪酬报告，并与欧盟成员国政府就加强对银行业监管的新规定草案达成了一致，对金融服务业的薪酬政策和上市公司的董事薪酬作出限制，主要包括对薪酬的有效管制，对风险监管采取审慎的补偿措施，薪酬方案的均衡结构，以及对股东薪酬和运营活动的有效监管。

根据新规，欧盟将严格限制银行高管的奖金数额，以遏制过度冒险行为，防范危机重演。一是减少现金形式的红利发放，将现金比例限制在红利总额的30%以内，数额特别巨大的限制在20%以内；二是所有现金红利的发放都将取决于银行的投资表现，如果表现不佳，可以不予发放现金红利；三是奖金必须与工资挂钩，每个银行必须根据员工工资限定奖金额度，以降低金融领域不合理的奖金比例；四是银行高管至少要拿出一半的基本收入作为“待定资产”，一旦银行发生困难，将动用这笔钱进行救助；五是以红利形式发放的养老金也在改革范围内，作为一种“待定资产”，只有表现出色的银行高管才能享受这项待遇。

与此同时，英国也强迫该国前五大银行①和11家外国银行②签署协议，核心内容包括：一是将40%～60%的奖金推迟至未来3年分批发放，对于顶级银行家，这一比例将达60%以上；二是大幅降低奖金中现金部分的总体水平，比如50%以上应以股份形式发放，并服从于适当的股份保留政策；三是

① 汇丰银行（HSBC）、巴克莱银行（Barclays）、渣打银行（Standard Chartered）、劳埃德银行集团（Lloyds Banking Group）和苏格兰皇家银行（RBS）。

② 这11家外国银行分别是德银、摩根大通（JPMorgan Chase）、高盛、花旗集团（Citigroup）、美国银行（Bank of America）、摩根士丹利、法国兴业银行（Société Générale）、法国巴黎银行（BNP Paribas）、野村证券（Nomura）、瑞银（UBS）和瑞士信贷。



取缔多年有担保的奖金。

由此看来，欧洲监管机构在薪酬方面采取了强硬的立场，但这可能会形成一个双重标准的薪酬体系——与美国金融机构相比，英国银行家的奖金会更低，发放周期也会拖得更长，导致同一岗位上的银行家薪酬标准不均。

4. 国际监管机构对薪酬制度的限制

巴塞尔协议Ⅲ规定，当银行的监管资本率越接近于最低要求时，其在收益分配上的限制就越大。一旦银行的资本留存缓冲比率达不到该要求，监管机构将强行限制其派息、回购股票以及发放红利等活动，从而加强银行抵御不良冲击的能力，确保在危机发生时能够独自应对，进而保护纳税人利益不受侵犯。这一机制可以防止一些银行在资本头寸恶化时也大量发放奖金和高红利的情况①。

G20 的各国领导人达成协议，当支付奖金影响到资本金的稳健时，监管机构应当限制按利润比例进行的奖金支付。对于可能需要增加资本金才能符合未来更严格监管标准的银行，监管机构应准备好限制其以奖金、股息及股票回购形式支付的利润份额。

实际上，金融高管限薪可能无法真正实施，因为在经济高涨周期，对金融风险常常是低估的，而经营绩效所对应的薪酬往往又是被高估的。如果不从社会公平出发，限薪很难落实。上述改革措施尽管在控制系统性风险上向前推进了一大步，但它对于防范金融危机爆发的作用究竟有多大，将对金融业发展带来怎样的影响，以及对于银行内部治理结构的利弊，还待在实践中观察。

（二）对内部管理机制的调整

对金融机构内部管理结构的调整，可以从挪威金融监管局的相关措施一探究竟。挪威金融监管局建立了一套适用于银行高管层的风险责任追究制度，该制度以列席商业银行董事会、约见银行董事会成员为主要执行手段。当银行管理人员在执行、交易、交割等重要经营过程中，因为管理或决策失误而给银行造成损失，或当金融监管局发现高管人员没有尽到规避操作风险和管

---

① 刘勇等．巴塞尔Ⅲ资本监管改革及其可能影响．中国金融40人论坛，2010－10－15.

理风险的职责时，金融监管局有权约见银行董事会成员，要求董事会对高管人员的风险责任进行追究、处罚，严重的可以要求高管人员引咎辞职。金融监管局建立的针对银行高管层的问责机制，在问责中重视发挥董事会的作用，并通过引咎辞职等制度来强化问责机制的作用。通过这一机制，金融监管局可以督促董事会和高管层在强化银行内部控制的过程中发挥更加积极的作用[①]。此外，金融监管局还将金融机构的外部审计和外部会计纳入其监管范畴，并要求商业银行及其他信贷机构必须将待实施的信贷规则事先上报金融监管局，判断该信贷规则是否符合各种相关制度的要求，才能决定能否实施，督促管理层采取措施对信贷风险、操作风险和管理风险进行规避。

四、金融行业的税收新法案及其影响

在对银行征税的问题上，美国提出税收法案；欧洲拟议对银行征税，以避免重蹈破产银行救助措施的覆辙；英国出台新的银行征税措施，寻求在该问题方面的全球协调。

（一）美国税收法提案

在现行的美国联邦利率制度下，既要解决近期的金融危机，又要防止危机的再次发生。税收法提案的范围从改革现行的金融机构的监管架构，到适用于各种金融机构的差别税制。目前的问题是，是否需要改变现有税法，或设计特定的税收方案，主要包括提高或有效改善金融机构行为，以阻止或鼓励某些金融活动的收入。

美国在银行业征税问题上正转向更为敌意的姿态。2010 年 4 月提出的资产救助计划税（TARP），征税范围包括银行、保险公司、证券经纪公司，以及储蓄机构等，创建资产救助计划的具体章程将于 2013 年之前完成，税收部分应能完全偿还该资产救助计划。企业实体实际上并没有承担该项税收负担，承担该项资产救助计划的税收负担主要包括：金融机构客户可能会支付较多的税费，公司员工将承担部分成本，企业投资者也将承担部分成本。此外，TARP 的税率对于提供信贷的小企业可能略有降低。到 2010 年 3 月，美国已

① 蒋定之. 挪威银行业监管特色及启示. 金融时报，2007 - 11 - 26.

经通过该计划征税2059亿美元。

Paul Volcker（2010）提出的大型金融机构集团瘦身计划将使美国重归20世纪30年代的禁令式（而非征税）监管路线，试图通过资本金要求或征费来应对系统性风险。我们认为，作出这种税收改变时，应确保实施措施的平衡，并具备公平的竞争环境，利用税收政策是一种非常生硬的做法，应有相关措施确保其不产生意外的后果。

（二）欧洲对银行业征税的态度

英国金融服务管理局（FSA）增加了一个针对金融业的新税种，因此，企业应该采取合理措施，确保任何参与本国金融交易的海外交易都与英国实体经济相联系。此外，FSA还考虑对金融交易课税，即一种普遍化的托宾税。托宾税从提出开始，从未真正得以实施，从其公开的目标来看，可能会加大金融业的波动。从政治角度来看，托宾税得以实施也能大幅提升政府的收入，即便税率很低，也能筹集巨额税收，包括金融和房地产业的交易税。

英国政府计划对银行发放的奖金即刻开征50%特别附加税，抑制银行派发奖金。此项暴利税将适用于所有银行和建房互助协会，包括在英国运营、在整个欧盟地区都设有分支机构的企业，起征点是2.5万英镑，由银行支付，附加在针对个人奖金征收的边际税之上。英国财政部估计，此举将影响到2万名银行家，共征得5.5亿英镑（合8.9亿美元）。此外，英国政府还对在英国居住的非定居个人征税。

德法也表示将开征银行税，有利于促进银行业实行自律并为过度冒险行为自担风险。政府也可以从过去一旦出现金融危机就不得不救助银行的被动局面摆脱出来。

（三）税收新法案对金融行业的影响

赞成派认为，英国对银行发放奖金进行征税，使得银行业在发放奖金上保持克制，有助于公司盈利能力的提升；此项税收政策强调了金融监管和税收方面保持公平的国际竞争的重要性，保持一个良好的平衡，对于维系伦敦作为领先金融中心的地位以及英国在全球金融业的地位至关重要。

对金融交易征收托宾税能解决什么问题？英国金融部门已经发展得过于庞大，从社会的角度衡量，金融业的一些活动毫无价值，并正在破坏英国经济的稳定性；为了遏制金融业过高的利润和薪酬，或许必须开征新税，或对

其薪酬前利润征收特殊税，以终结臃肿的金融业薪酬过高的局面，缩减这一行业的规模。

而美国的税收新法案，将有助于减缓信贷增长，金融机构的利润在企业利润总额中的比例将下降。随着新监管制度和信贷增长整体放缓帮助减少投机债务，经济增长将会变得更可持续，进而对维持美元作为全球主要储备货币的地位起到很大作用，该法案还将让美国有更多时间解决自身的财政问题。

而反对者表示，新税收可能使这些国家丧失巨大的收益，且整齐划一的税收和更高的流动性比率抑制了信贷扩张。基于金融机构规模的统一税收（不考虑这些机构的财务资产结构），将会错误地限制稳健的银行扩大向居民和企业发放信贷的能力。对更大型的金融机构征收更高税收可能会防止这些机构变得过大，并为整体经济带来过多系统性风险。但是在确定一个机构的风险到底有多大时，该机构的规模只是整体中的一部分，其杠杆金额和偿还短期债务的能力才更能表明其破产的可能性。正因如此，必须深入探究一个机构的财务结构，才能确定风险水平和应对其征收的相应税收。尽管其在使金融机构规模缩小和更具流动性方面可能会作出贡献，但整齐划一的税收和更高的流动性比率将会削弱其扩张信贷的能力，就居民而言，这将使房地产市场状况变得更糟；从企业角度看，则会打压商业活动，甚至会抑制经济复苏。

第二节　对金融控股公司监管的新认识

一、金融服务现代化法案对金融控股公司的规定

1999 年 11 月通过的《金融服务现代化法》对 1956 年的《银行控股公司法》关于禁止同一家金融机构的分支机构同时从事银行业务与保险业务的规定进行修订。

第一，将银行控股公司的活动限制在由联储理事会规定的、那些与银行业务密切相关或附属于银行业务的范围之内。但是，允许设立金融控股公司，这类公司不仅可以经营银行控股公司所从事的所有活动，而且还可以经营银行控股公司目前被禁止从事的证券业务和保险业务。

第二，关于银行、证券、保险联合经营，允许银行、证券公司和保险公司以金融控股公司的方式相互渗透。允许金融控股公司通过其控股证券子公司和保险子公司从事证券承销、证券自营与经纪、保险包销、用自有资金参与企业并购等以直接当事人身份进行的业务。

第三，对于银行从事非金融业务、非金融控股公司通过储蓄机构从事金融业务，禁止银行通过金融控股子公司从事非金融业务，但拥有储蓄性金融机构的非金融控股公司可以从事非金融领域的一般业务。

金融现代化法案对于金融控股公司的相关规定，引致了金融控股公司的子公司从事新的金融活动带来的问题。

二、美国金融控股公司的监管特征

随着 1999 年《金融服务现代化法案》的颁布，美国出现了一种介于分业

监管和统一监管之间的新监管模式，学界称之为“伞形监管模式”，也就是美国现行的“双重多头”金融监管体系。在这种模式下，金融控股公司的各子公司根据业务的不同，接受不同行业监管机构的监管，而联邦储备理事会为金融控股公司伞状监管者，负责评估和监控混业经营的金融控股公司整体资本充足性、风险管理的内控措施以及集团风险对存款子公司的潜在影响等。另外，美国的州政府在银行业、保险业和证券业方面也具有一定的监管权限，尤其是对保险机构享有全面的监管权。

事实上，美国作为目前金融市场最发达、金融创新最活跃的国度之一，其金融规制与监管制度在很长一段时期内都是其他国家的效仿对象。特别是在世界银行、国际货币基金等国际经济组织的大力推崇下，美国的制度和方式成为发展中国家建设本国金融市场和金融监管体制的典范。但是 20 世纪最大的一场金融危机，却恰恰在美国爆发了。这不能不引起我们对美国金融规制与监管体系的反思。

（一）美国危机前金融规制与监管框架分析

1. 伞式规制模式—机构规制模式的修正

美国危机前的金融规制架构是以《金融服务现代化法案》（简称《GLB 法案》）为基础建立的。在此之前，美国金融规制实行的是与分业经营模式相对应的机构规制模式，即以金融机构的“机构类别”为依据制定规制政策。在从分业经营朝混业经营转变的过程中，一个新的规制模式的理念也应运而生，即功能规制模式。《GLB 法案》废止了《1933 年银行法案》第 20 条关于禁止银行与证券公司联营的规定，并在条文中将受 SEC 管辖的子公司称为“受功能性规制的子公司”（functionally regulated subsidiary）。但 Schooner (2002) 认为，《GLB 法案》下所谓的“伞式规制模式”仅仅是对机构规制模式的一种修正，其在“本质上仍然是一种机构规制模式”①。

从整个法案的规制情况来看，《GLB 法案》仅仅是对原有的机构规制模式进行了修正，其最终建立的是一种介于两者之间的“伞式规制模式”（umbrella regulation model）。之所以说这种模式在本质上仍然是一种机构规制模

① Heidi M. Schooner, *Functional Regulation: The Securitization of Banking Law*, January, 2002, available on http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=283748.

式，至少可以从以下两个方面来看：

其一，尽管《GLB 法案》将“受功能规制的子公司”明确列入条文，但同时也明确规定了“受功能性规制的子公司”并不包括“银行控股公司以及第 111 条项下的存款类子公司”。而且，《1933 年银行法案》中限制银行与证券商“直接”兼营彼此业务的条文也被保留了下来。也就是说，存款类子公司依然不能“直接参与”存放款业务之外的金融活动，也不受所谓的功能规制。可见，金融机构在一定程度上仍然被区隔开来，而 SEC 等“功能规制者”在对各银行控股子公司进行规制时，大体上仍可按“机构类别”来划分彼此的管辖界限。

其二，《GLB 法案》在规定“功能规制者”对“受功能规制的子公司”的管辖权的同时也赋予了美联储对“银行控股公司及其子公司”的统括性管辖权，并且保留了美联储在 1956 年《银行控股公司法》项下的所有权力。美联储这个“伞式管制者”的权力同样也是按照机构类别来触发的。

因此，由上述两个方面即可以看出，伞式规制在本质上仍然是一种按照机构类别来划分管辖权的机构规制模式。监管与规制是相对应的，是对规则的执行和实施。

2. 双轨多头的监管体系

由于“双轨银行体系”（Dual banking system）① 的实行以及各州政府在保险业和证券业方面所具有的管辖权限，尤其是州政府对保险机构享有的全面管辖权，美国的监管体系呈现出“双轨”的特征。根据《GLB 法案》的伞式规制对各机构管辖权的规定，美国联邦层次的伞式金融监管体系呈现以下特征：美联储为银行控股公司的伞形监管人，负责银行控股公司的综合监管，同时银行控股公司附属各类金融机构由功能监管人分头监管，即证券交易监督委员会、货币监理署等监管部门按业务功能分别负责监管银行控股公司的特定子公司②。可见，多个功能规制机构的并存又造就了联邦层次监管体系的“多头”特征。

---

① OCC（Office of Comptroller of the Currency），*National Banks and The Dual Banking System*，September，2003，available on http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2003－83a.pdf.

② 夏斌等著．金融控股公司研究．中国金融出版社，2001：174.

（二）危机之后美国监管框架的失衡

由于对宏观审慎层面的忽视，造成了整个规制与监管框架内部微观审慎与宏观审慎层面的失衡，而这一内部失衡又直接导致了监管体系在面对这次危机时的无力。这在以下几个方面都得到了体现：

1. 管制主体之间的恶性竞争

在《GLB 法案》规定的伞式规制与监管体系下，美国受功能规制的金融机构是根据其产品的功能性质来决定受哪一个功能监管者的管辖。随着金融创新的不断发展，金融衍生产品不断多样化，金融产品的功能不再单一，各功能管制主体之间存在着不同程度的管辖冲突。另外，由于采用的是双轨监管体制，因而不同层次、不同行业的管制主体在同一金融服务或产品上均有管辖的可能。各管制主体的监管标准或侧重点缺乏统一和协调机制，为金融机构进行监管套利提供了空间。金融机构将主动选择对其发展最有利的监管者。

2. 有关投资银行规制与监管的疏漏

美国的伞式规制模式本质上来说仍然是一种机构规制模式，仅在金融控股公司的规制上部分采纳了功能规制的理念，而对于独立的金融机构仍然是按照机构类别来划分管辖权的。投资银行被纳入在证券业的管辖范围内，主要是因为《GLB 法案》制定时，投资银行主要从事证券承销的中介业务，佣金和手续费是其收入的主要来源，业务经营范围与证券公司基本上是相同的，根据其业务性质将其划归到证券业内进行规制与监管。

然而，随着金融业的不断发展，至金融危机爆发前，美国投资银行的业务早已超出了中介业务的范围，更多的是直接作为主体参与金融产品的交易，不再作为实体经济机构的代理人参与金融交易，其主要收入也不再是依赖佣金等中介费用，而是主要来源于直接参与金融市场的投资所得。同时，伴随着资本市场上直接融资规模的不断扩大，投资银行经营的直接融资业务逐渐成为实体经济部门的主要融资手段。因此，投资银行已经在一定程度上扮演了传统商业银行在金融业中的重要角色，成为融资主角①。

① 韩龙. 美国金融危机的金融法根源——以审慎规制和监管为中心. 法商研究，2009（2）.

三、对金融控股公司监管的新认识

在金融体系濒临崩溃后，人们并没有多大兴趣对银行施行分业经营，回到20世纪30年代格拉斯-斯蒂格尔改革的路径，绝大多数监管者、中央银行家和政界人士都认为，重建信心才是重新建立金融控股公司监管体系的关键。

美联储要求对银行报告的其他结构、某些非银行金融公司和银行控股公司进行检查，修改监管条例和审慎监管标准。对银行和储蓄机构控股公司和托管机构的监管，委托联邦存款保险公司对信贷银行进行监控，暂停1999年法案中银行控股公司的一些权利，对金融子公司的功能和运营进行监管，包括大型金融机构的规模限值进行管制。

相反的是，英国央行行长 Mervyn King 赞成回到1933年的金融控股公司监管模式。乐观主义者认为，只要政府不屈于压力，要求拆分全能银行模式，重新启用《格拉斯-斯蒂格尔法案》，迫使投行和零售银行业务分离，优秀的银行集团可以继续发展。在某种程度上，投行正从公司债券中迅速获利，而企业银行部门却因为信贷成本不经济而在公司债券上亏损，这表明全能银行模式是有效的。

与此同时，监管当局还认为，对金融控股集团的监管应从复杂化向简约化转型。巴塞尔委员会《跨境银行处理组报告及建议》中指出，金融集团结构过于复杂给金融集团和监管者带来识别和管理风险的挑战，应降低金融集团结构和业务的复杂性以及关联性。监管者应同当地处理当局密切合作，以正确理解金融集团的结构、组成部分在危机中应怎样处理。如果国内当局认为金融机构的结构太复杂不便于危机时有序、经济地处理，应考虑对那些庞大机构加以监管，通过资本或者其他审慎性要求来简化集团结构，以保证解体过程的有效进行。

首先是机构的简约化，商业银行组织机构的发展规划要充分考虑到成本因素、风险因素和经营效益因素，不能一味地迷信大而不倒的神话，为了追求规模盲目扩张结构。

其次是经营模式的简约化，商业银行的经营模式必须与商业银行本身的

分析管控能力相适应，保持经营流程和管理手段的简洁有效。

最后是产品的简约化。尽量避免开发那些结构过于复杂、衍生链条过长的结构性金融产品，使金融产品做到简单易懂，能为广大金融消费者了解，从源头上控制金融风险。

第三节　美国金融监管改革对危机的反思

一、美国金融监管重叠与缺位并存

金融危机的爆发暴露出美国金融监管体系存在的严重问题，主要表现在两个层面的“重叠”：一是多个履行相同或相似职能的监管机构；二是联邦和州政府两个层面的监管机构，造成了监管无效和资源浪费。同时，还存在严重的监管缺位。在金融混业经营的发展趋势下，分业监管在高复杂、高关联的金融体系中难以有效实施，决定了监管重叠与缺位并存。

第一，多头监管。美国对金融机构实行分业监管，但其金融机构已经进入混业经营阶段，金融产品之间有着千丝万缕的联系。在监管和被监管者之间存在明显重叠和错配的情况下，却没有任何一个金融监管机构拥有监控市场系统性风险所必备的信息与权威。

第二，监管疏漏。随着美国金融衍生品市场的高速发展，主要商业银行和证券公司都已建立了衍生产品部门，大力拓展结构化产品业务。金融危机爆发之前，这些结构化产品已经成为金融机构的重要收入来源，却没有一个监管机构宣称对这些产品负有监管责任。

第三，监管失控。一些金融机构为更多、更快地发放次级贷款，有意放松对贷款人基本贷款资质和条件的审查。另外，在次贷通过证券化转为次债的过程中，不仅存在担保过度问题，而且围绕次贷和次债进行的一系列衍生过程中，每个环节的信用评估都是相互脱节的。

第四，监管冲突。危机暴露出美国现行金融监管体系对消费者和投资者的利益保护不足，不仅未能帮助微观主体有效理解金融产品和识别金融风险，还由于联邦政府和州政府的多层监管产生了监管冲突。危机后美国加强对消

费者和投资者的保护力度，仅限于信用卡和房地产这两个重要市场，缺乏系统性和完整性。

由于监管部门众多，客观上造成监管体系缺乏统一和协调，而多层次监管机构和多标准监管操作又必然产生监管工作中的重叠和冲突。对一些新的金融业务活动，如金融综合经营、复合式金融衍生品以及各类金融创新活动缺乏有效监管，这些问题近年来已逐步显现，在此次金融危机中更是集中暴露。

二、危机后美国金融监管改革方案对现有监管的调整

金融危机后美国金融监管改革着重于以下两方面：一是建立新的监管框架，从有效防范系统性金融风险出发，防止“大而不能倒”的超级金融机构因经营失败而引发新的系统性危机；二是保护消费者免受金融欺诈，保证信息充分披露。一系列监管措施的出台，重在构建监管架构而非进行实质性管制（见表1）。

表1 美国金融监管改革的主要方案

名称	主要内容
2008年3月 《现代金融监管构架改革蓝图》	保守方案。面对次贷危机暴露出的风险管理的制度性缺陷，财政部提出从规则导向监管向目标导向监管、从机构导向监管向业务导向监管、从监管局部性风险向监管金融市场系统性风险的转变
2009年3月 《金融监管改革框架》	激进方案。采取从严监管的思路，提出对金融监管体系进行全面的整体改革，强调防范系统性风险、保护投资者或消费者的利益、消除金融监管的漏洞、促进金融监管的国际合作
2009年6月 《金融监管改革：新基础》	变革方案。一是将美国联邦储备委员会打造成“超级监管者”，全面加强对大型金融机构的监管；二是设立新的消费者金融保护署，赋予其超越目前监管机构的权力；三是提高国际监管标准并改进国际合作 组建两个新的监管机构：一是执行跨部门协调职能的金融服务监管委员会；二是成立专门负责对银行进行监管的部门
2010年1月 《金融监管改革法案》	一是对在金融危机中接受过政府援助的银行连续10年开征除一级资本之外债务规模0.15%的税收；二是限制大型金融机构的自营交易行为，所有接受存款保险、从央行获得援助的银行不允许投资私募和对冲基金；三是限制市场集中度，“单一银行不得拥有10%以上的被保险存款”原则将适用于非保险存款和其他资产

续表

名称	主要内容
2010年7月《多德-弗兰克华尔街改革和消费者金融保护法案》	一是更新监管体系框架，成立金融稳定监管委员会，强化对美联储的授权，财政部下设联邦保险办公室；二是加强对金融机构的微观监管，引入沃尔克规则；三是建立有序的破产处置和自救机制，系统重要性金融机构定期提交生前预嘱；四是健全金融市场监管体系，保护投资者利益

资料来源：吴成居，赖永文，沈理明．英美金融监管体制改革对我国的借鉴与启示．福建金融，2010（9）．

在出台的诸多改革措施中，尤以2010年7月颁布的《多德-弗兰克法案》（简称D-F法案）引人瞩目。该法案被认为是自1933年全球经济大萧条之后《格拉斯-斯蒂格尔法案》以来最重要的金融监管改革法案，内容涉及美国金融领域的方方面面。D-F法案在系统性风险监管、消费者金融保护、重构原有监管机构和监管职能、提高对系统重要性金融机构的监管标准、填补对冲基金的监管空白、对证券化及场外衍生品金融市场进行规范和约束、严格银行资本金监管和业务监管，以及破解“大则不倒”问题等关键领域实现了较大突破，对现有监管规则进行了调整和改革①（见表2）。

表2　美国金融监管改革法案主要内容

项目	主要内容
金融稳定委员会	新设一个由10人组成的金融稳定监管委员会（Financial Stability Oversight Council），负责监测和处理威胁国家金融稳定的系统性风险；对大型复杂机构的支付、清算业务方面提出更全面的监管要求
沃尔克规则	控制大型金融机构的自营业务，但银行可以向对冲基金和私募股权基金进行不高于银行一级资本3%的小规模投资；禁止银行对所投资的基金提供救助
衍生品交易	首次对场外衍生品市场颁布全面的监管规定，监管范围包括交易行为以及出售产品的公司；要求银行将风险最大的衍生品交易业务分拆到附属公司；推行集中清算和交易所交易机制；将场内监管者职权扩展到场外，赋予美国证券交易委员会（SEC）和美国商品期货交易委员会（CFTC）场外衍生品监管职能；将外汇掉期纳入监管

① 马素红，罗宁．系统性风险监管加强“沃尔克规则”有所弱化——美国最新金融监管改革法案述评．中国城市金融，2010（9）．

续表

项目	主要内容
消费者保护机构	在美联储内部新设消费者金融保护局，赋予其决策权和部分执行权，对提供信用卡、抵押贷款和其他贷款等消费者金融产品及服务的银行和非银行实施监管；改革美联储紧急贷款政策、规范联邦存款保险公司（FDIC）债务担保，防止救助权滥用
银行资本标准	制定新的基于规模和风险的新标准，包括禁止大型银行控股公司将信托优先证券作为一级资本
证券化	要求从事贷款打包业务的银行将此类打包产品5%的信贷风险保留在银行资产负债表上，但允许银行监管部门对符合某些最低标准的低风险抵押贷款予以监管豁免
对冲基金	要求对冲基金及私募股权基金以投资顾问的身份在SEC登记注册，并提供交易信息，以帮助监管部门监测系统性风险
强化薪酬监管和公司治理	上市公司必须设立独立的薪酬委员会；提高薪酬信息披露要求；加强对金融行业的薪酬监管

资料来源：吴成居，赖永文，沈理明. 英美金融监管体制改革对我国的借鉴与启示. 福建金融，2010（9）.

（一）防范系统性风险，破解“大则不倒”问题

D－F法案建立新的系统风险监管框架，将所有系统重要性银行和非银行金融机构纳入监管，实施更为严格的资本充足率和其他审慎性监管标准。对金融市场功能的发挥有至关重要作用的金融机构将受到更高标准的审慎监管；对金融体系不会产生重大影响的金融机构可以不受监管或受较少监管。新法案通过提高资本金、杠杆率、风险控制等方面的监管标准，预防和降低大机构造成的系统性风险。

1. 建立金融稳定监察委员会，监测系统性风险

新法案在美联储之上设立了一个更高级别的金融稳定监管委员会，主席由财政部长担任，其他成员分别由负责监控和管理美国金融系统性风险的现有监管者组成，主要负责监测和处理威胁国家金融稳定的系统性风险。该委员会有权认定哪些金融机构可能对市场产生系统性冲击，从而建议美联储在资本金、杠杆率以及其他规定方面对该金融机构实施更加严格的要求，并根据金融企业的财务健康状况，强制企业重组、限制高管薪酬，在极端情况下甚至可选择对金融机构进行拆分破产，作为最后的补救措施。

2. “打了折扣”的沃尔克规则限制金融机构自营业务

法案引入“沃尔克规则”（Volcker rule），限制大型金融机构的自营交易业务，但银行可小规模地投资于对冲基金和私募基金，投资规模在一级资本中所占比例最高不得超过3%。“打了折扣”的沃尔克法则使得新法案得以通过，而减少银行自营业务的条款将在法案通过后15个月至2年时间内生效。为了避免利益冲突，还禁止银行做空或做多其销售给客户的金融产品，并对银行的高风险掉期交易业务进行分拆。这些措施是否可以限制、防范商业银行金融资本过度杠杆化的风险还有待进一步检验。

3. 加强对金融衍生品的监管

第一，将场外衍生品市场纳入监管视野，绝大部分衍生品须在交易所或类似电子交易系统中通过第三方清算进行交易，并通过清算中心清算。

第二，在场外市场进行定制的掉期产品交易，须上报至中央储存库，以便使监管机构能够对整体市场形势有更加全面的掌握。

第三，对于信用违约掉期产品（CDS）等高风险衍生产品，要求所有具备从美联储贴现窗口获得融资资格的大型商业银行将农产品掉期、能源掉期、多数金属掉期等风险最大的衍生品交易业务剥离到特定子公司，但可保留常规的利率掉期、外汇掉期和大宗商品等衍生产品交易。①

第四，在资本金、保证金、报告、交易记录保存以及业务活动方面对从事衍生品交易的公司实施特别的规定以强化监管，为防止银行机构通过证券化产品转移风险，发行人必须将至少5%的风险资产保留在其资产负债表上②。

4. 提高金融企业的资本标准

D-F法案对银行实行更严格的资本充足规定，根据银行的规模和风险设定新的资本金要求，尤其是大型的、关联性强的金融企业将被设置更高监管标准。主要措施包括：禁止拥有子公司的大型银行将信托优先债券作为一级资本；资产在150亿美元以上的银行必须达到更高的资本标准；大型银行在5年时间内把信托优先债券从一级资本中逐步剔除；允许资本规模不足150亿

---

① 张喆，鲁政委．美国金融监管改革方案及其影响．金融发展评论，2010（7）．

② 刘扬．美国金融监管改革法案评述及其对我国的启示．金融发展研究，2010（12）．

美元的银行将信托优先债券继续作为一级资本①。

5. 设立金融机构的破产清算机制，防止“大则不倒”问题

新法案建立新的破产清算体制，对现行清算体制进行补充和完善，以防陷入破产困境的银行持股公司无序破产。一是赋予联邦监管机构“破产清算”的权力，当任何金融机构因经营失败而对整个金融系统产生威胁时，监管机构可以接管该机构，并迅速清偿对有担保债权人的欠款；二是责令大型金融机构提前做出风险拨备，防止金融机构倒闭再度拖累纳税人救助。

（二）对消费者和投资者进行保护

为了重建对金融市场的信心，D－F法案对消费者金融服务和投资市场进行严格、协调的监管。

第一，成立独立的消费者金融保护局（Consumer Financial Protection Agency，CFPA），对信贷、储蓄、支付和其他金融产品及服务的消费者实施保护，并对上述产品和服务的提供商进行监管，使消费者和投资者免受信用卡公司、银行和按揭市场不法行为的侵害。该机构拥有制定规则、从事检查、实施罚款等权力，并联合其他管理部门具体实施监管。

第二，赋予证券交易委员会更大的权力，加强对投资者的保护，比如，要求提供投资建议的证券经纪交易商承担尽职责任，调整对投资顾问和证券经纪交易商的监管规则，以及促进退休证券投资计划，鼓励储蓄。

（三）改革完善金融监管体制，赋予美联储更大监管权限

一方面，进一步加大美联储的监管权限，使其成为美国未来金融监管最主要的防线。一是监管范围扩大到所有可能对金融稳定造成威胁的企业，除银行控股公司外，还包括对冲基金、保险公司等金融机构，美联储有权接管和分拆未接受纳税人资金救助但陷入困境的大型金融公司，防止此类公司倒闭引发整个金融体系的动荡；二是美联储拥有监督金融市场支付、结算和清算系统的权力。

另一方面，在被赋予更大监管职责的同时，美联储自身也受到更严格的监督。美国政府问责局对美联储向银行发放的紧急贷款、低息贷款以及为执行利率政策进行的公开市场交易等行为进行审计和监督。

---

① 宋丽智，胡宏兵．美国《多德－弗兰克法案》解读．宏观经济研究，2011（1）．

（四）提高国际监管标准，促进国际合作

金融危机在全球范围内蔓延与美国在国际金融体系中的地位密切相关，也因此使得国际社会意识到金融市场规则必须保持国际化，以及加强国际金融监管合作。改革法案对此作出了回应，加强国际金融组织对全球金融市场的联合监管，以及各主要国家之间的危机救援与互助的立场。法案对审慎监管、避税天堂以及在监管较弱国家和地区进行洗钱等问题进行国际协商与合作，提出7项具体举措：一是加强国际资本框架；二是改善对全球金融市场监管；三是加强对国际活跃金融机构的监管；四是改革危机预防和管理的权力机构和程序；五是强化金融稳定委员会的职能；六是加强审慎监管；七是在审慎监管、洗钱、恐怖主义融资以及税收信息交换等领域执行更高标准。通过这些措施，美国得以强化对国际金融市场的监管，提高国际危机应对能力，继续巩固其在全球金融政策协调中的领导作用，并增强国内政策与G20共识的一致性。

三、美国金融监管改革对金融体系的影响

美国金融监管改革将系统性风险列为监管重点，强调对银行过度投机行为的制约、对金融创新的制衡以及建立大型金融机构的退出机制等。总的来看，新法案将有助于提高金融系统的稳定性，恢复投资者信心，但也将对金融机构的经营成本、业务结构及盈利能力产生深远影响。同时，由于其他各国的制度变化在相当程度上追随美国模式，新监管法案也将对全球金融监管制度产生巨大的溢出效应。

（一）新法案对金融机构和实体经济将产生积极影响

1. 对金融机构“大则不倒”的破解

新法案从两个方面解决金融机构“大则不倒”问题：一是提高大型金融机构的风险拨备水平，并在资本充足率、杠杆率等方面制定更为严格的监管标准，抑制银行规模扩张的动力；二是建立合理的退出机制，规定在大型金融机构对金融系统形成严重冲击的极端情况下，监管部门有权对其接管并进行拆分，同时设立新的破产清算机制以防止金融机构的倒闭再度拖累纳税人救助。

2. 金融创新将更加回归实体经济的需求

金融危机爆发前，美国金融市场以市场自由化程度高、金融创新活跃著称。然而，过度金融创新也使得"次级按揭贷款"、信用违约掉期（CDS）等金融工具脱离了监管控制，过高的杠杆率最终导致了金融风险的集中爆发。新法案将复杂衍生品纳入监管范围及交易所交易，有助于降低过度金融创新、衍生品交易失控与衍生品泡沫的风险，促进金融产品创新的规范化和理性化发展。在金融监管全面强化的影响下，金融创新步伐可能放缓，金融机构的各种业务创新将进入缄默期，金融产品的衍生化进程或将有所减缓，未来的金融创新将更加回归实体经济需求。

（二）新法案对美国金融机构盈利能力和业务模式可能产生不利影响

新法案对金融机构业务范围和营业规模进行限制，对美国金融业的未来发展可能产生以下不利影响：

1. 更高的监管标准将整体抬高大型银行的经营成本

美国金融改革法案在整合监管机构、提升监管效率方面的作为极为有限，引起了多方面的尖锐批评。对于法案提出的提高大银行资本充足率要求、加强证券经纪人业务监管等内容，使得大型银行金融机构未来可能面临更高的存款保险标准、更高的合规成本，交易与更高的资本标准挂钩，严重影响了金融机构的运营成本。注册要求对那些小型机构的经营造成巨大负担，很可能对整个对冲基金行业及美国经济产生负面影响。

2. 沃尔克规则一定程度上降低了大型银行的利润

新法案有所保留地采纳了沃尔克规则，将银行投资于对冲基金和私募基金的规模限定在银行一级资本的3%以内。例如，按照高盛和摩根士丹利2010年的一级资本计算，两家银行最多分别可投入21亿美元和15亿美元在对冲基金和私募基金领域。据*The Economist*预测，受金融改革法案实施的影响，预计美国规模最大的银行2013年利润将缩水5%～20%，法案对业务范围的限制可能影响摩根士丹利总收入近2%，高盛可能面临至少10%的收入缩水。据高盛预测，新法案将导致美国大银行正常利润下降13%。

但总体来看，目前美国银行业对对冲基金和私募基金的投资比例约为5%，略高于新法案设置的3%。自营交易禁令给予银行长达7年的过渡期使其剥离相关业务，银行短期盈利能力受到的冲击有限，法案的最终影响仍具

有不确定性。

3. 金融服务业务模式可能发生转变

其一，衍生品标准化可能使交易量扩大。随着场外衍生品标准化进入交易所平台，可能会增加交易成本，但交易量的上升将实现以量补价，衍生品合约的集中清算可能有助于释放部分资本①。

其二，新法案加强对消费者的保护，加大了金融产品创新的政策风险，金融机构在进行产品创新时需要重新审视业务模式，并高度关注创新产品触犯消费者保护相关监管标准的政策风险。不过总的来说，结合全球金融发展趋势和美国保持竞争力的需要，金融自由化和创新不会使金融服务业务模式受到根本性转变，金融机构也可能通过新的创新思路来规避监管新规。

四、美国金融监管改革新动向

美国金融监管法案在一些关键领域仍存在不足，甚至完全没有涉及，未来美国金融监管改革或将从这些方面入手，继续就一些关键领域出台专门法案。

首先，从美国国内看，新法案对导致金融风险产生的宏观经济政策因素尚无有效措施，法案中涉及的包括成立金融稳定监管委员会在内的诸多条款，仍以加强金融机构的微观监管为主。但事实上，危机的预防若没有宏观经济政策的调控与配合，单凭金融监管改革难以保证危机监管有效。

其次，从国际层面看，新法案并未解决发达国家投机资本跨国界无序流动给世界经济和金融体系带来的风险问题，更多的内容是对金融危机期间美国金融监管所暴露问题进行修补，并形成良性运行的监管框架体系，其国际借鉴意义也相对有限。为维护全球金融市场的稳定，亟须加强国际层面的跨境金融监管，这是美国单边金融监管改革无法做到的。

再次，改革忽视了多个方面的问题，包括如何稳定美元汇率、如何对“两房”进行改革、公允价值会计准则的存废、裸卖空、大型金融机构的道德陷阱等②。一方面，法案没有对“房地美”、“房利美”这两家政府支持机构

---

① 张喆，鲁政委．美国金融监管改革方案及其影响．金融发展评论，2010（7）．

② 全先银，闫小娜．美国的金融监管改革．中国金融，2009（17）．

的未来定位加以阐述，两房机构是否属于系统性风险的监测范围，以及一旦出现问题应如何处置等问题均未涉及。另一方面，法案未采纳银行税建议，此前提出的未来十年内对美国资产规模超过500亿美元的大型金融机构（包括银行、保险公司和交易商等约50家），按其负债规模的0.15%征收金融危机责任费（Financial Crisis Responsibility Fee），以收回7000亿美元的救助资金成本。新法案没有采纳这一建议，标志着未来美国很可能会在这些领域有进一步的措施。

五、从中国金融监管改革的角度关注美国金融监管法案

新法案针对本轮金融危机中美国金融机构的过度杠杆化风险、衍生品交易风险等制定了相对严厉的监管规则，在一定程度上将减缓金融产品的衍生化进程，并推动美国金融市场规范化和理性化发展。

对中国而言，目前面临的问题是创新不足，金融市场发展仍处于初期阶段。过于严格的监管措施与经营限制可能会抑制金融创新的步伐，不利于中国金融机构业务的拓展与实力的壮大。我国金融监管改革不应单纯效仿美国金融监管法案，而应吸取其在金融衍生品风险防范以及系统性风险控制的有益措施，推进我国金融监管改革的步伐。

值得强调的是，美国在全球金融市场中的重要地位决定了新法案的通过将为全球金融监管改革树立新的标尺。鉴于美国不仅处于金融领域发展前沿，在IMF和国际清算银行等国际组织也具有主导发言权，法案也将深刻影响全球金融改革未来发展的方向。

针对美国可能利用其影响力主导全球金融监管规则的问题，中国应密切关注美国金融监管法案的国际推广，尽早介入并积极参与国际金融监管改革，主动反映中国金融业的意见和诉求，使国际金融监管改革体现“共同而有区别”的原则，即在统一的基本框架下，使各国能根据自身面临的不同问题制定切实有效的防范和化解金融危机的政策和措施，防止国际监管改革在美国的施压下导致“政策趋同”与“一刀切”，提升我国在国际组织与国际规则制定中的地位和影响。

主要参考文献

[1] Advancing Economic Stability Through Transparency, *Coordinated Oversight and Robust Enforcement*, Quarterly Report to Congress, April 20, 2010.

[2] BCBS, *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, September, 2009.

[3] Banking Supervision and Regulation, *Bank Holding Company Supervision Manual*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2010.

[4] IMF, *Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF*, Policy and Review Department, February 18, 2009.

[5] Robert Finney, *Thoughts on the Financial Services Bill*, Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program (SIGTARP), January 7, 2010.

[6] The Joint Committee on Taxation, *Background and Issues Related to the Administration's Proposed Tax on Financial Institutions*, Scheduled for a Public Hearing Before the Senate Committee on Finance, April 20, 2010.

[7] 财政部亚太财经与发展中心（AFDC）. 解析美国金融监管体系改革方案. 工作论文, 2009－6.

[8] 韩龙. 美国金融危机的金融法根源——以审慎规制和监管为中心. 法商研究, 2009 (2).

[9] 刘勇等. 巴塞尔Ⅲ资本监管改革及其可能影响. 中国金融40人论坛, 2010－10－15.

[10] 尹继志. 美国金融监管体系改革评析. 金融发展研究, 2009 (2).

[11] 臧慧萍. 美国金融监管制度的历史演进. 吉林大学博士论文, 2007－10.

[12] 张明. 国际货币体系改革：背景、原因、措施及中国的参与. 国际经济评论, 2010 (1).

附录一

中国金融40人论坛简介

2008年4月12日，“中国金融40人论坛成立仪式暨首届主题研讨会”在北京金融街隆重举行，致力于以金融学术奉献社会的独立智库自此诞生。

“中国金融40人论坛”由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。作为非官方、非营利性金融学术研究机构，本智库以前瞻视野和探索精神，致力于夯实中国金融学术基础，探究金融界前沿课题，推动中国金融业改革实践，为民族金融振兴与繁荣竭尽所能。

Introduction of CF40

On April 12, 2008, China Finance 40 Forum ("CF40" or the "Forum") kicked – off its inauguration ceremony and its first seminar in Beijing's Finance Street. The event received overwhelming responses as it marked the establishment of an independent think tank dedicated to policy oriented research in the financial field.

"CF40", also known as "40 × 40 club", comprises of 40 top Chinese financial elites at the age of 40, from a wide spectrum including prominent academic scholars, government officials and financial professions. As a leading non – government and none – profit think tank, aiming to contribute to revitalization and prosperity of Chinese financial markets, CF40 is committed to exploring in in – depth research subjects based on solid academic foundation with a foresighted perspectives and pioneering sprits. ? Research focus include China's economy, finance and policy frontier, striving for promoting China's economic and financial reforms.

附录二

中国金融40人论坛组织架构与成员名单（2011年）

论坛顾问委员会成员（排名不分先后）：

1　吴晓灵　全国人大财经委副主任委员、中国人民银行原副行长
2　谢　平　中国投资有限责任公司副总经理
3　易　纲　中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长
4　朱　民　国际货币基金组织副总裁
5　胡怀邦　交通银行董事长
6　黄奇帆　重庆市市长
7　林毅夫　世界银行高级副行长、首席经济学家
8　秦　晓　博源基金会理事长
9　钱颖一　清华大学经济管理学院院长
10　王　江　美国麻省理工学院斯隆管理学院金融学教授
11　余永定　中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员

论坛理事会主席：

陈　元　国家开发银行董事长

论坛理事（按姓氏拼音排序）：

1　蔡明兴　富邦金融控股公司副董事长
2　陈德贤　平安资产管理有限责任公司董事长兼CEO
3　陈东升　泰康人寿保险股份有限公司董事长兼CEO

4　甘为民　重庆银行行长
5　郭广昌　上海复星高科技（集团）有限公司董事长
6　郭特华　工银瑞信基金管理公司总经理
7　哈继铭　高盛投资银行部董事总经理
8　胡正衡　中国外汇交易中心党委书记
9　焦家良　龙润集团董事局主席
10　蒋超良　国家开发银行行长
11　康　典　新华人寿保险股份有限公司董事长
12　李剑阁　中国国际金融有限公司董事长
13　李若谷　中国进出口银行董事长兼行长
14　李　一　云月投资管理有限公司合伙人
15　连　平　交通银行首席经济学家
16　罗佳斌　SAC 亚洲主管
17　马　骏　德意志银行董事总经理、大中华区首席经济学家
18　马蔚华　招商银行股份有限公司执行董事、行长兼首席执行官
19　缪建民　中国人寿资产管理有限公司董事长
20　牛冠兴　安信证券股份有限公司董事长
21　裘国根　上海重阳投资有限公司董事长
22　沈　颢　21 世纪传媒总裁兼 CEO
23　盛希泰　华泰联合证券有限责任公司总裁
24　王东明　中信证券股份有限公司董事长
25　吴高连　中国再保险（集团）股份有限公司总裁
26　吴　焰　中国人民保险集团股份有限公司董事长、总裁
27　夏　蜀　富滇银行股份有限公司董事长
28　殷洪强　大和资本市场香港中国区主席、投资银行中国区主管
29　于业明　太平洋资产管理有限责任公司总经理
30　赵　民　北京正略钧策企业管理咨询有限公司董事长
31　周　伟　上海市黄浦区人民政府区长

论坛学术委员会主席：

钱颖一　清华大学经济管理学院院长

论坛学术委员会成员（按姓氏拼音排序）

1 管 涛 国家外汇管理局国际收支司司长
2 黄益平 北京大学国家发展研究院教授
3 魏加宁 国务院发展研究中心宏观经济部副部长
4 阎庆民 中国银行业监督管理委员会主席助理
5 袁 力 中国人寿保险（集团）公司总裁
6 钟 伟 北京师范大学金融研究中心主任

论坛监事长：

王 滨 交通银行副行长

论坛监事会成员（按姓氏拼音排序）：

1 王 滨 交通银行副行长
2 管 涛 国家外汇管理局国际收支司司长
3 李稻葵 清华大学经济管理学院金融系主任
4 陆 磊 广东金融学院副院长
5 沈 颢 21 世纪传媒总裁兼 CEO
6 巫和懋 北京大学国家发展研究院常务副院长
7 钟 伟 北京师范大学金融研究中心主任

论坛秘书长：

王海明

40×40 俱乐部成员名单（按姓氏拼音排序）：

政府机关人员：

1 巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所副所长
2 范文仲 中国银行业监督管理委员会国际部主任
3 方星海 上海市人民政府金融服务办公室主任
4 管 涛 国家外汇管理局国际收支司司长
5 贾 康 财政部财政科学研究所所长

6　焦瑾璞　中国人民银行研究生部部务委员会副主席
7　李伏安　中国银行业监督管理委员会河南监管局局长
8　刘春航　中国银行业监督管理委员会研究局局长
9　隆国强　国务院发展研究中心对外经济研究部部长
10　祁　斌　中国证券监督管理委员会研究中心主任
11　魏加宁　国务院发展研究中心宏观经济部副部长
12　谢　多　中国人民银行金融市场司司长
13　阎庆民　中国银行业监督管理委员会主席助理
14　张健华　中国人民银行研究局局长
15　张　涛　中国人民银行国际司司长
16　周道许　贵阳市副市长

研究机构人员：

17　白重恩　清华大学经济管理学院副院长
18　蔡洪滨　北京大学光华管理学院院长
19　丁志杰　对外经贸大学金融学院院长
20　黄　明　中欧国际工商学院教授、康奈尔大学终身教授
21　黄益平　北京大学国家发展研究院教授
22　李稻葵　清华大学经济管理学院金融系主任
23　陆　磊　广东金融学院副院长
24　瞿　强　中国人民大学金融与证券研究所副所长兼研究部主任
25　巫和懋　北京大学国家发展研究院常务副院长
26　姚　洋　北京大学国家发展研究院副院长、中国经济研究中心主任
27　殷剑峰　中国社会科学院金融研究所副所长
28　钟　伟　北京师范大学金融研究中心主任

商业性机构人员：

29　陈　超　工银瑞信基金管理有限公司首席经济学家
30　高善文　安信证券首席经济学家
31　哈继铭　高盛投资银行部董事总经理
32　黄海洲　中国国际金融公司首席策略师、董事总经理、研究部联席主管

33　李迅雷　国泰君安证券总经济师、首席经济学家
34　连　平　交通银行首席经济学家
35　刘　勇　国家开发银行业务发展局局长
36　马　骏　德意志银行董事总经理、大中华区首席经济学家
37　孙明春　大和资本市场香港公司大中华区首席经济学家
38　徐　刚　中信证券董事总经理
39　袁　力　中国人寿保险（集团）公司总裁

论坛特邀成员：

1　陈雨露　北京外国语大学校长
2　陈志武　耶鲁大学管理学院金融经济学教授
3　黄金老　华夏银行副行长
4　姜　洋　中国证券监督管理委员会主席助理
5　李　波　中国人民银行货币政策二司司长
6　梅建平　长江商学院金融学教授
7　彭文生　中国国际金融有限公司首席经济学家
8　童道驰　中国证券监督管理委员会国际部主任
9　武　剑　光大银行董事会专职董事
10　赵锡军　中国人民大学财政金融学院副院长、金融与证券研究所副所长
11　诸建芳　中信证券首席经济学家、董事总经理

论坛特邀研究员：

1　陈卫东　中国银行辽宁省分行副行长
2　程漫江　中银国际证券董事总经理、研究部主管
3　孙国峰　中国人民银行货币政策司副司长
4　沈建光　瑞穗证券大中华区首席经济学家
5　王　信　中国人民银行金融研究所副所长
6　徐　忠　中国人民银行金融市场司副司长
7　严启发　中国进出口银行经济研究部副总经理
8　张　斌　中国社科院《世界经济》编辑部主任
9　张　明　中国社科院世界经济与政治研究所国际金融研究室副主任

后 记

尽管一切都仍然是旧的，但总必须说某些新的事物。次贷危机之后，金融市场的有效性和华尔街的贪婪受到了许多批评，人们把改变的期望寄托在政府身上。在这样的背景下，中国金融40人论坛展开了金融监管改革的基础研究。谢平先生等人为一组，我和其他年轻学人为另一组，展开平行竞争。谢平先生以其深厚的学养、丰富的实践和广阔的视野全面胜出，考虑到我们的研究有一定的资料价值，因此我们还是认真整理并出版。

本书得到了中国金融40人论坛成员管涛先生和巫和懋先生的支持、帮助和指导，当然，本书的谬误和不当之处由课题组承担。参与本书研究的成员还有顾弦博士，以及马冬冬、张巍、陈骁三位研究生，在历时一年多的研究中，我们既有辛苦、挫败，也有点滴收获的喜悦。研究的内容也在不断调整和删减。例如，对于伯南克的“新共识”经济学框架，以及房地产泡沫和金融危机等，原本均有较大篇幅的研究素材，但在最终成稿时还是因这些内容过于偏重数理而删除了。在本书的中期评审中，中国金融40人论坛的成员范文仲、管涛、贾康、魏加宁、赵锡军等提出了宝贵的建议和意见，使得我们能在此基础上进一步充实完善。同时，也要感谢给予北京师范大学金融研究中心各种帮助的师生。

本书从选题、评审以及出版全程中，均得到了中国金融40人论坛的资助，同时，本书也得益于教育部人文社会科学研究专题项目——全球金融危机背景下马克思主义大众化研究的资助，尤其要感谢中国金融40人论坛秘书长王海明以及秘书处成员，没有他们的大力支持，本书的研究可能既难以启动更无法完成。在此一并表示诚恳的谢意。

钟伟

2011年7月18日

于北京师范大学知止斋